Victor **DRAGOTĂ**
Laura **OBREJA BRAȘOVEANU**
Ingrid-Mihaela **DRAGOTĂ**

Management financiar

Ediția a doua

Volumul I

Diagnosticul financiar al companiei

III318 639
BCU IAȘI

Editura Economică

Despre autori

Victor DRAGOTĂ este profesor universitar doctor la Departamentul de Finanţe din cadrul Academiei de Studii Economice din Bucureşti. Predă *Politici financiare ale întreprinderii, Gestiunea financiară a întreprinderii, Pieţe financiare, Analiză financiară, Gestiunea portofoliului, Investiţii directe şi finanţarea lor*, la Facultatea de Finanţe, Asigurări, Bănci şi Burse de Valori şi la Facultatea de Contabilitate şi Informatică de Gestiune, la ciclurile de master şi de licenţă. Este conducător de doctorat în domeniul *Finanţe*.

Este editor-şef la *Review of Finance and Banking*. De asemenea, este membru în colectivul editorial al unor reviste precum: *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, *African Journal of Business Management* şi *International Journal of Portfolio Analysis and Management*. A coordonat în calitate de director mai multe proiecte de cercetare legate de domeniul *Finanţelor corporative*. A obţinut titlul de doctor în Finanţe la Academia de Studii Economice din Bucureşti cu o teză de doctorat în domeniul politicii de dividend. Este membru al European Working Group for Financial Modelling din 1999 şi membru al Centrului de Cercetări Financial-Monetare (CEFIMO) din 2009. A fost şeful Catedrei de Finanţe din Academia de Studii Economice din Bucureşti (2008-2011). A fost recompensat de-a lungul timpului cu numeroase diplome şi distincţii pentru activitatea de cercetare sau pentru publicaţiile în domeniul financiar. În paralel cu cariera academică, a desfăşurat şi activitate de consultanţă în aspecte precum analiza cost-beneficiu, managementul întreprinderilor mici şi mijlocii, evaluarea întreprinderilor. A publicat numeroase cărţi şi articole în domeniul *Finanţelor*. Principalele sale domenii de interes, materializate şi în numeroase publicaţii, sunt legate de politica de dividend, evaluarea şi finanţarea proiectelor de investiţii directe, eficienţa pieţelor financiare, structura financiară a întreprinderii şi impactul factorilor socio-culturali asupra politicilor financiare ale întreprinderii.

E-mail: victor.dragota@fin.ase.ro

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Laura OBREJA BRAŞOVEANU este profesor universitar în cadrul Departamentului de Finanțe din cadrul Academiei de Studii Economice din Bucureşti. Este doctor în economie, specializarea Finanțe şi Asigurări. Specializările sale sunt în domeniile analizei financiare, planificării financiare, investițiilor directe, piețelor financiare, evaluării întreprinderilor, politicii fiscale şi de cheltuieli publice, creşterii economice. Este membru al unor colective editoriale aferente unor reviste şi lucrări de specialitate – *Applied Financial Research, The Review of Finance and Banking, Finance and economic stability in the context of financial crisis, Romanian Journal of Fiscal Policy, Developpement durable, échange global et ecosystèmes, Dezvoltarea durabilă. Argumente pro şi contra*. Este recenzor la revistele *Journal of Economics and International Finance, International Research Journal of Management and Business Studies, Education Research*. Este membru al *INFER* (*The International Network for Economic Research*), Grupuri de lucru: Bounded Rationality in Economics and Finance, Growth and Business Cycles, Institutional Economics, Public Economics. Laura este autor al lucrării *Impactul politicii fiscale asupra creşterii economice* (Editura ASE, Bucureşti, 2007) şi coautor al lucrărilor: *Piețe financiare. Piața de capital* (Editura ASE, Bucureşti, 2011), *Piețe financiare. Structură, Instituții, Instrumente, Reglementări* (Editura ASE, Bucureşti, 2009), *Piețe şi sisteme financiare* (Editura ASE, Bucureşti, 2008), *Abordări practice în finanțele firmei* (Editura IRECSON, Bucureşti, 2005), *Prețuri şi concurență* (Editura Universitară, Bucureşti, 2005), *Management financiar* (Editura Economică, Bucureşti, 2003), *Finanțe*, vol. II – *Investiții directe şi finanțarea lor* (Editura Economică, Bucureşti, 2003), *Finanțe*, vol. III – *Gestiunea financiară a întreprinderii* (Editura Economică, Bucureşti, 2003). A publicat articole în *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research, Theoretical and Applied Economics, Romanian Journal of Economic Forecasting, Applied Financial Research, The Review of Finance and Banking.*

E-mail: laura_obreja@yahoo.com

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Ingrid-Mihaela DRAGOTĂ este profesor universitar la Academia de Studii Economice din Bucureşti şi doctor în economie, specializarea finanţe-asigurări din anul 2006, cu o temă legată de structura de finanţare a companiilor. Este specializată în domeniile managementului financiar al întreprinderii, guvernanţei corporative, pieţelor financiare, gestiunii de portofoliu şi asigurărilor. Este membru al European Working Group on Financial Modelling din anul 2002 şi a fost membru al Federaţiei Experţilor Contabili Europeni, ca reprezentant al CECCAR – Grupa de Lucru Asigurări, în perioada 2005-2007.

A fost membru al Society for the Study of Emerging Markets în perioada 2007-2008 şi director adjunct al Masterului în Finanţe, organizat în cadrul Facultăţii de Finanţe, Asigurări, Bănci şi Burse de Valori în perioada 2006-2010. Este coordonator ştiinţific al colecţiei *Pieţe financiare* şi coordonatoare sau coautoare a trei volume din aceasta, respectiv *Pieţe şi sisteme financiare* (Editura ASE, Bucureşti, 2008), *Pieţe financiare. Structură, instituţii, instrumente, reglementări* (Editura ASE, Bucureşti, 2009) şi *Piaţa de capital* (Editura ASE, Bucureşti, 2011). Este unică autoare a lucrării *Decizia de investire pe piaţa de capital* (Editura ASE, Bucureşti, 2006) şi coautoare a altor lucrări precum *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare* (Editura Economică, Bucureşti, 2003 şi 2009), *Abordări practice în finanţele firmei* (Editura IRECSON, Bucureşti, 2005), *Management financiar* (Editura Economică, Bucureşti, 2003), *Asigurări moderne de bunuri şi persoane* (Editura ASE, Bucureşti, 2003). A publicat articole în domeniul *Finanţelor* în diverse reviste precum *Finance India, Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research, Romanian Journal of Economic Forecasting, African Journal of Business Management.*

E-mail: mihaela.dragota@fin.ase.ro

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Mulțumiri

Autorii mulțumesc colectivului Editurii Economice din București. Într-o lume în care reproducerea ilegală a lucrărilor omoară lent producția științifică, într-o indiferență evasigeneralizată a majorității stakeholderilor, decizia Editurii Economice de a se opune curentului dominant și de a continua să publice lucrări de specialitate poate reprezenta lumina de la capătul tunelului sau ultima pâlpâire înainte de lăsarea întunericului. Pentru menținerea luminii, mulțumim de asemenea cititorilor noștri adevărați, care se mențin ca sprijin pentru apariția în continuare a lucrărilor științifice în domeniul finanțelor.

Autorii țin să mulțumească unui număr semnificativ de persoane care i-au influențat într-o manieră hotărâtoare în formarea profesională. Fără ca lista să fie exhaustivă, îi amintim pe profesorii noștri, ulterior deveniți colegi: Dalina Dumitrescu, Alexandru Gheorghiu, Sorin Stan, Ion Stancu. Totodată, îi suntem în continuare recunoscători fostului rector al Academiei de Studii Economice din București, prof. univ. dr. Paul Bran (1940-2006), pentru că a avut încredere în noi la momentul apariției primei ediții a lucrării noastre și ne-a sprijinit ca un adevărat lider de organizație.

Îi mulțumim colegei noastre, Anamaria Ciobanu, care a fost alături de noi la apariția primei ediții, chiar dacă drumurile noastre profesionale s-au despărțit. Probabil că multe din ideile noastre sunt influențate în continuare de discuțiile pe care le-am avut de multe ori în perioada în care colaboram profesional. În prezent, colega noastră, Andreea Semenescu, a avut bunăvoința de a citi întregul manuscris al lucrării și de a veni cu numeroase comentarii deosebit de utile. Îi mulțumim pentru sprijinul profesionist. În același context, mulțumim pentru unele sfaturi primite de la colegii noștri, printre care profesorii: Chirața Caraiani, Delia Cataramă, Carmen Constantinescu (Lăcătuș), Carmen Lipară, Lucian Țâțu, Nicoleta Vintilă.

Autorii au beneficiat de consilierea unui număr semnificativ de practicieni, care ne-au furnizat sfaturi utile, atât pentru completarea conținutului lucrării noastre, cât și pentru modalitatea de prezentare. Amintim aici doar o parte a acestora: Adrian Anghel, Daniela Cojocaru, Eliza Dumitrașcu, Mișu Filip, Liviu Geambașu, Dan Ivanov, Aida Mola, Tudor Monțescu, Ioana Moșneanu (Neacșu), Mihaela Nica, Corneliu Scarlat, Silvia Stănoiu, Lucian Ursache.

Studenții noștri se mențin de cele mai multe ori în topul celor care au susținut și susțin activitatea noastră profesională. Sperăm că ne vom situa în continuare la nivelul așteptărilor lor.

Eventualele erori ne aparțin.

Totodată, mulțumim tuturor celor dragi, fie că mai sunt cu noi sau nu.

Autorii
Octombrie 2012

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

B.C.U. „M. EMINESCU" IAȘI

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Cuprins

Lista prescurtărilor utilizate în text 15
Cuvânt-înainte 17

Capitolul 1. Aspecte generale privind managementul financiar al companiilor (Victor Dragotă) 19
1.1. Scopul managementului financiar 21
1.2. Stakeholderii companiei şi armonizarea intereselor acestora. Alţi utilizatori ai acestei lucrări 34
1.3. Provocare 42
Referinţe bibliografice 43
Verificaţi-vă cunoştinţele! 44
Probleme şi studii de caz 45
Soluţii 46

Capitolul 2. Bazele managementului financiar al companiilor (Victor Dragotă) 47
2.1. O primă viziune asupra deciziilor manageriale în domeniul financiar 49
2.2. Avertisment: utilizatori diferiţi determină principii diferite de management financiar 52
Referinţe bibliografice 54
Verificaţi-vă cunoştinţele! 55
Probleme şi studii de caz 55
Soluţii 55

Capitolul 3. Principii ale analizei financiare (Victor Dragotă) 57
3.1. Aspecte de bază 59
3.2. Analiza pe baza documentelor contabile şi analiza pe baza datelor de piaţă 62
3.3. Elemente de comparaţie 69
3.4. Corecţii 71
Referinţe bibliografice 73
Verificaţi-vă cunoştinţele! 73
Probleme şi studii de caz 74
Soluţii 74

Capitolul 4. Analiza poziţiei financiare (Victor Dragotă) 75
4.1. O introducere în context 77
4.2. Analiza structurii activului şi pasivului bilanţier 85
4.3. Analiza bilanţului financiar 91
4.4. Analiza funcţională a bilanţului 101
4.5. Bilanţul economic 107
4.6. Analiza situaţiei modificării capitalului propriu 108
Referinţe bibliografice 109
Verificaţi-vă cunoştinţele! 109
Probleme şi studii de caz 110
Soluţii 113

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 5. Analiza profitabilității companiei (Victor Dragotă) 115
5.1. O introducere în context 117
5.2. Analiza profitabilității. Soldurile intermediare de gestiune în viziune franceză și anglo-saxonă. Capacitatea de autofinanțare 118
5.3. Analiza cheltuielilor fixe și a cheltuielilor variabile. Pragul de rentabilitate 132
Referințe bibliografice 135
Verificați-vă cunoștințele! 136
Probleme și studii de caz 137
Soluții 138

Capitolul 6. Analiza activității companiei (Victor Dragotă) 141
6.1. Vitezele de rotație prin cifra de afaceri 143
6.2. Vitezele de rotație prin elemente ale cifrei de afaceri 150
6.3. Bilanțul exprimat sub forma ratelor de rotație 153
6.4. Mijloace de accelerare a vitezelor de rotație a elementelor de activ 156
6.5. Ratele de rotație – instrument în prognoza indicatorilor financiari 158
Referințe bibliografice 158
Verificați-vă cunoștințele! 158
Probleme și studii de caz 159
Soluții 160

Capitolul 7. Analiza cash flow-urilor (Laura Obreja Brașoveanu) 161
7.1. Fluxurile de numerar 164
7.2. Situația fluxurilor de trezorerie 167
7.3. Tabloul de finanțare 174
7.4. Analiza fluxurilor de numerar din perspectiva evaluării întreprinderilor 179
Referințe bibliografice 183
Verificați-vă cunoștințele! 184
Probleme și studii de caz 185
Soluții 186

Capitolul 8. Diagnosticul rentabilității (Victor Dragotă) 191
8.1. O introducere în context 193
8.2. Rentabilitatea economică a întreprinderii 194
8.3. Rentabilitatea financiară a întreprinderii 196
8.4. Alte rate de rentabilitate 197
8.5. Descompunerea DuPont 198
8.6. Condiționarea între rentabilitatea economică, rentabilitatea financiară și rata dobânzii la creditare 200
Referințe bibliografice 201
Verificați-vă cunoștințele! 202
Probleme și studii de caz 202
Soluții 203

Capitolul 9. Diagnosticul financiar al riscului (Laura Obreja Brașoveanu) 205
9.1. Aspecte generale 207
9.2. Surse de risc și impactul acestora 208
9.2.1. Analiza de sensibilitate 210

BCU BUCUREȘTI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

9.2.2. Tehnica scenariilor 214
9.2.3. Arborele de decizie 217
9.2.4. Simularea Monte Carlo 217
9.3. Cuantificarea riscului 218
9.3.1. Riscul de exploatare 218
9.3.2. Riscul de îndatorare 227
9.3.3. Riscul de insolvență 234
Referințe bibliografice 239
Verificați-vă cunoștințele! 240
Probleme și studii de caz 240
Soluții 241

Capitolul 10. Ratele de piață (Victor Dragotă) 245
10.1. Aspecte de bază 247
10.2. Indicatori de analiză bursieră 248
Referințe bibliografice 252
Verificați-vă cunoștințele! 253
Probleme și studii de caz 254
Soluții 254

Capitolul 11. Diagnosticul global al întreprinderii. Sinteza diagnosticelor (Victor Dragotă & Ingrid-Mihaela Dragotă) 255
11.1. Aspecte de bază 257
11.2. Diagnosticul juridic 258
11.3. Diagnosticul comercial 260
11.3.1. Analiza pieței specifice 260
11.3.2. Analiza poziției companiei pe piață 262
11.3.3. Analiza politicii de marketing a companiei 264
11.3.4. Analiza relațiilor comerciale cu furnizorii 264
11.4. Diagnosticul tehnic (operațional) 265
11.5. Diagnosticul resurselor umane 267
11.6. Diagnosticul managementului și structurii organizaționale a întreprinderii. Analiza aspectelor de guvernanță corporativă 269
11.7. Diagnosticul de mediu 272
11.8. Sinteza diagnosticelor 273
Referințe bibliografice 274
Verificați-vă cunoștințele! 275
Probleme și studii de caz 276
Soluții 276

Index de figuri 277
Index de scheme 277
Index de tabele 277
Index de grafice 279

BCU CLUJ / UNIVERSITY LIBRARY

BCU IAȘI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Lista prescurtărilor utilizate în text

A	Activ
ACN	Activ circulant net
AE	Activ economic
Amo	Cheltuieli cu amortizarea
CA	Cifră de afaceri
CAF	Capacitatea de autofinanțare
CA_{PR}	Cifra de afaceri la pragul de rentabilitate
CA_{PRE}	Cifra de afaceri la pragul de rentabilitate de exploatare
CA_{PRG}	Cifra de afaceri la pragul de rentabilitate global
CB	Capitalizare bursieră
CF	Cash flow
CF	Cheltuieli fixe
CFD	Cash flow disponibil
$CFD_{acționari}$	Cash flow disponibil pentru acționari
$CFD_{creditori}$	Cash flow disponibil pentru creditori
C_p	Cota de piață
CPER	Capitaluri permanente
CPR	Capitaluri proprii
CS	Capital social
CSCB	Capital social subscris și vărsat
CSR	Corporate social responsibility (Responsabilitate socială a companiilor)
CV	Cheltuieli variabile
CV(x)	Coeficient de variație a variabilei x
CVM	Cost variabil mediu
DAT	Datorii
DATfin	Datorii financiare
Div	Dividende
Dob	Cheltuieli cu dobânzile
DR	Durată de rotație
E(x)	Mărimea medie anticipată a variabilei x
EBE	Excedent brut de exploatare
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (Rezultat înainte de plata dobânzilor și impozitului pe profit = Rezultat de exploatare + Venituri financiare)
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Rezultat înainte de plata dobânzilor, impozitului pe profit și amortizării)
EBT	Earnings before Taxes (Rezultat înainte de plata impozitului pe profit = Rezultat brut)
EUR	Euro
$E_{x/y}$	Elasticitatea variabilei y în funcție de variabila x
FR	Fond de rulment
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMO	Imobilizări
IMO_{nete}	Imobilizări în sumă netă (obținute prin scăderea din imobilizările brute a amortizărilor cumulate aferente acestora)
IMO_{brute}	Imobilizări în sumă brută

BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

IP	Impozit pe profit
k	Rată de actualizare
k_{DAT}	Rată de actualizare specifică fluxurilor generate de datoriile financiare
k_{CPR}	Rată de actualizare specifică fluxurilor generate de capitalurile proprii
k_{AE}	Rată de actualizare specifică fluxurilor generate de activele economice
MBR	Market to book ratio, raportul dintre valoarea de piață a întreprinderii și valoarea contabilă a acesteia
MCV	Marja asupra cheltuielilor variabile
MD	Valoarea de piață a datoriilor
MDL	Leu (lei) moldovenesc (moldovenești)
NFR	Necesar de fond de rulment
NFRAE	Necesar de fond de rulment în afara exploatării
NFRE	Necesar de fond de rulment de exploatare
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
p	Preț
p_s	Probabilitatea asociată scenariului *s*
P	Pasiv, suma dintre capitaluri proprii și datorii
PN	Profit net
PER	Price earnings ratio, raportul dintre prețul acțiunii și profitul net pe acțiune
PIB	Produsul intern brut
Q	Dimensiunea totală a pieței (cantitatea totală)
q	Cantitatea produsă de întreprindere (bucăți)
q_{PR}	Pragul de rentabilitate exprimat în unități fizice (bucăți)
RC	Rezultat curent
RE	Rezultat de exploatare
RN	Rezultat net
ROE	Rentabilitatea capitalurilor proprii = rentabilitatea financiară
ROIC	Rata de rentabilitate a capitalului investit
RON	Leu (lei) românesc (românești)
SN	Situația netă
SWOT	Strenghts – Weaknesses – Opportunities – Threats (Puncte forte – puncte slabe – oportunități – amenințări)
TN	Trezorerie netă
TVA	Taxa pe valoarea adăugată
u.m.	Unități monetare
v	Ponderea costurilor variabile în cifra de afaceri
VA	Valoare adăugată
V_0	Valoare actuală
VAN	Valoare actuală netă
Z	Funcție scor
β	Coeficient de volatilitate
β_U	Coeficient de volatilitate al unei companii neîndatorate
β_L	Coeficient de volatilitate al unei companii îndatorate
σ	Abatere medie pătratică
π	Rata inflației
τ	Cota de impozit pe profit

Cuvânt-înainte

Vă mulţumim că aţi decis să citiţi aceste rânduri. Ne faceţi onoarea să sperăm că prezenta lucrare înseamnă ceva pentru dumneavoastră, fie pentru că sunteţi angajat(ă) într-o poziţie legată de managementul financiar al companiilor, fie că sunteţi student(ă), fie că sunteţi pur şi simplu interesat(ă) de domeniu.

Lumea finanţelor este înainte de toate o lume a persoanelor care câştigă (sau ajută pe alţii să câştige) bani. Chiar în perioadele mai sumbre, chiar dacă a câştiga este problematic, finanţele ar trebui să te ajute ca măcar să menţii averea acumulată în vremuri mai bune. Studiul atent al acestor pagini va fi răsplătit prin oferirea unor baze teoretice ale ideii de management financiar pentru cei mai puţin iniţiaţi în domeniu, şi concomitent a unor soluţii viabile pentru practicieni din România şi Republica Moldova, aflaţi de mulţi ani în permanentă confruntare cu un mediu economic turbulent. Toţi cititorii noştri vor putea aplica aceste idei şi vor câştiga? Probabil că nu – întotdeauna există şi riscuri, iar a spune contrariul este doar o dovadă de populism (ieftin). Cu toate acestea, suntem aproape siguri că probabilitatea de a câştiga va creşte.

Sperăm că oferim cititorilor noştri *pragmatism* într-o lume prea tributară discursurilor sterile, cu o concentrare pe problemele cu care se confruntă practicienii din domeniu care ne-au stat alături cu sfaturi şi sugestii remarcabile pentru această apariţie. Nu credem în dihotomia dintre teorie şi practică, dar suntem convinşi că multe teorii sunt, în cel mai fericit caz, exerciţii intelectuale mai mult sau mai puţin interesante. După exemplul ştiinţelor exacte, şi teoria financiară a încercat introducerea unor concepte şi modele cu ajutorul cărora să simplifice realitatea şi să pună în evidenţă un set de legi fundamentale. Dificultatea deosebită cu care se confruntă managerul financiar este dată de faptul că legile economice nu par a fi atât de clare precum este cazul celor din fizică sau chimie, de exemplu. Este evident pentru majoritatea oamenilor că, cel puţin la acest moment, un măr (situat într-un pom pe Terra) care va cădea se va deplasa spre sol, şi nu în sus, spre cer. Nu este la fel de evident dacă toţi agenţii economici iau deciziile într-o manieră raţională. Apariţia variabilei „om" în judecăţile implicate de ştiinţa economică induce numeroase provocări pentru fundamentarea unei veritabile ştiinţe exacte. Înainte de toate, a considera că o anumită atitudine umană este cea normală nu reprezintă decât o latură a sistemelor totalitare de gândire. Suntem diferiţi. Pe de altă parte, pentru persoana care ia deciziile la nivelul companiei este necesar să se identifice care este curentul general de gândire dintr-un anumit spaţiu geografic la un anumit moment, pentru segmentul-ţintă al produselor sau serviciilor oferite, pentru a se asigura astfel un nivel dorit al vânzărilor. Se simte deci necesitatea introducerii unor concepte de bază care, chiar dacă nu caracterizează în mod precis un anumit individ, să definească piaţa în ansamblu. De exemplu, valoarea reprezintă un concept subiectiv: fiecare individ consideră că un anumit bun economic posedă o anumită valoare. Cu toate acestea, se poate identifica o valoare de piaţă, ca materializare a evaluărilor individuale ale fiecărei persoane.

Totodată, sperăm că oferim *argumentaţie şi raţionament* într-o lume tot mai dogmatică, tot mai axată pe o idee preconcepută că deciziile trebuie luate cât mai rapid (chiar dacă vor rezulta decizii proaste) şi că a-ţi pune întrebări este contra-productiv. Aflaţi pe terenul managementului financiar, ştiinţă atât de vastă încât te obligă să înveţi în permanenţă, suntem într-o poziţie favorizantă: pentru a putea avea măcar o şansă de a lua decizii pertinente, nu ai cum să aplici rutine de fiecare dată. Veţi constata că relaţiile de calcul ale indicatorilor financiari sunt însoţite de un set de interpretări adeseori contradictorii din mai multe puncte de vedere. În plus, ceea ce este favorabil pentru companie din anumite puncte de vedere poate fi dezastruos din altul, ceea ce îl poate debusola definitiv pe cel care doreşte certitudini în universul relativ în care trăim. Deciziile economice în orice moment al civilizaţiei umane, dar parcă mai mult decât oricând în cele conduse în mod totalitar, s-au luat de prea multe ori pe baza unor argumente de forţă, fie date de forţa

decidentului (indiferent de calificarea sau logica acestuia), fie de aceea a credinței fundamentale a grupului (indiferent de nivelul de coerență al acesteia). Pierderile suferite, de foarte multe ori ireparabile (vezi distrugerea cvasi-totală a științei în evul mediu european sau dezastrele ecologice din unele țări astăzi) poate ar trebui să ne facă să fim mai prudenți înainte de afirmarea infatuată a unor certitudini. Managementul financiar nu poate reprezenta un „rețetar", iar o anumită interpretare este prin natura sa subiectivă. Se afirmă de multe ori că managerii de succes se bazează în luarea de decizii și pe intuiție, dar credem că această intuiție reprezintă, în mare parte, capacitatea de a te adapta la un specific al companiei, ce acționează într-un mediu economic extrem de dinamic, și extrem de incert. În fapt, și criza financiară pe care o traversăm este efectul atitudinii comode de a-i lăsa pe alții să gândească și să ia decizii în locul tău.

Prezenta lucrare își poate defini ușor destinatarii. Se poate deduce ușor interesul pentru managerii financiari ai companiei, atât la nivel strategic, cât și la cel operațional. În plus, elementele de bază prezentate în această lucrare pot servi și aspiranților la aceste poziții, fie că sunt angajați în poziții executive (personal de execuție), fie că sunt cursanți la diferite cursuri de profil. Cu toate acestea, elementele prezentate în această lucrare pot fi utile și analiștilor financiari (interni sau externi), evaluatorilor de întreprinderi, personalului din bănci angrenat în activitatea de creditare sau de monitorizare a întreprinderilor debitoare. Fiecare dintre acești destinatari prezintă anumite cerințe informaționale, asupra cărora vom insista pe parcursul lucrării.

Lucrarea noastră se află la cea de-a doua ediție. Am parcurs un drum dificil de la prima ediție, publicată în 2003. A fost o perioadă de acumulări, dar și de raționalizări. A rezultat un plan ce cuprinde apariția a trei volume, cel dintâi fiind cel pe care îl ții în mână. Primul volum se va concentra asupra aspectelor de bază din managementul financiar și asupra analizei financiare. În funcție de aprecierea cititorilor noștri avem planul de a continua cu publicarea a încă două volume, primul destinat managementului financiar strategic și cel de-al doilea, celui operațional.

Credem în necesitatea integrării unui număr cât mai ridicat de studii de caz. Din acest punct de vedere, am avut de optat între utilizarea unui studiu de caz „serial", prezent pe parcursul fiecărui capitol și a unui univers de studii de caz, independente. Am preferat cea de-a doua variantă – aceste studii de caz sunt diverse și credem că pot ajuta mai mult la înțelegerea fenomenelor prezente la nivelul mai multor societăți comerciale. Pentru cei interesați de aprofundarea aspectelor prezentate pe cazul unei societăți comerciale, recomandăm lucrarea *Abordări practice în finanțele firmei*, elaborată de colectivul de autori format din Victor Dragotă, Mihaela Dragotă, Laura Obreja, Lucian Țâțu, Anamaria Ciobanu și Anda Racșa, publicată de Editura IRECSON din București în 2005, precum și capitolul 10 din prima ediție a acestei lucrări.

Prima ediție a lucrării noastre a inclus și un CD, cuprinzând aplicații în Excel. Am decis ca în prezenta lucrare să punem accentul pe componenta interpretării rezultatelor numerice și pe luarea de decizii în baza acestora. Pentru cei interesați de exemplificarea și explicarea detaliată a aspectelor de calcul numeric, recomandăm lucrarea *Finanțe corporative cu Excel,* elaborată de prof. univ. dr. Ion Stancu și prof. univ. dr. Dumitra Stancu, publicată de asemenea de Editura Economică din București în 2012.

În structurarea lucrării, am încercat evidențierea unor elemente fundamentale, absolut indispensabile înțelegerii mecanismelor financiare ce acționează în cadrul întreprinderii și în mediul extern al acesteia, fără a avea (cel puțin deocamdată) pretenția că întregul univers financiar ar putea fi explicat într-o lucrare cu un număr de pagini limitat. Este motivul pentru care vom face trimiteri, pe parcursul cărții noastre, la o serie de alte lucrări de specialitate.

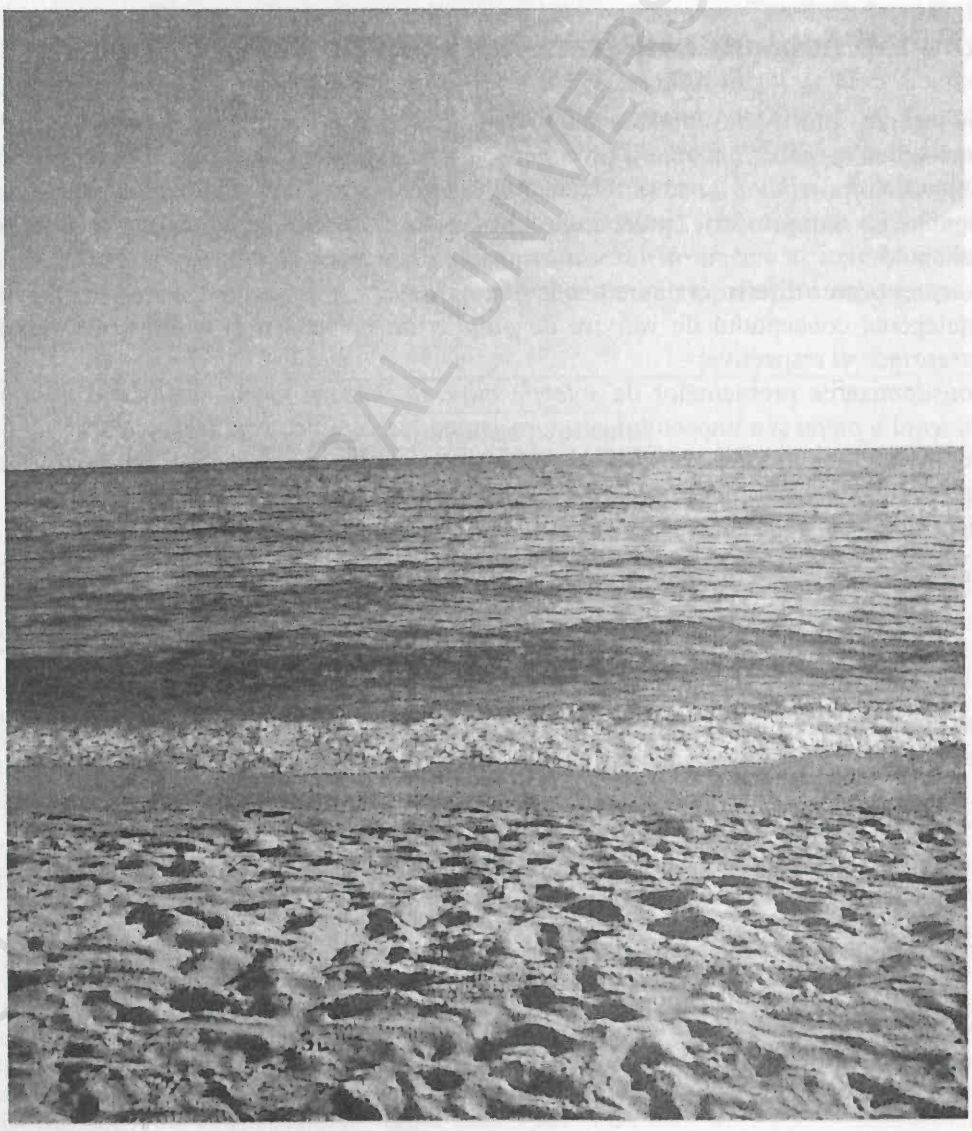
Autorii
Octombrie 2012

Capitolul 1

Aspecte generale privind managementul financiar al companiilor

În ochii analfabeților, Omul-care-știe-să-scrie a fost întotdeauna un personaj ciudat și misterios. A depins numai de el dacă a avut sau nu vreun avantaj din această postură.

Weinert



BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

După parcurgerea acestui capitol, sperăm că veți accepta necesitatea studiului managementului financiar.

Presupunem că visul dumneavoastră de a deveni manager financiar al unei companii se adevereşte. Sunteți numit managerul financiar al uneia dintre cele mai apreciate societăți comerciale specializate în domeniul îmbutelierii de ape minerale din România. Care sunt primele informații pe care le solicitați subalternilor dumneavoastră din această nouă postură? Care sunt principalele decizii pe care le aveți în vedere în această poziție?

Abilităţi dobândite în urma citirii acestui capitol:

- Înțelegerea obiectivului fundamental al managementului societăților comerciale;
- Înțelegerea necesității adaptării principiilor de management financiar în funcție de obiectivul major al corporației şi de condițiile economice generale;
- Înțelegerea întreprinderii ca un ansamblu de obiective concordante, dar şi divergente între stakeholderi;
- Conştientizarea diferenței dintre *profit* şi *cash flow;*
- Înțelegerea conceptului de *valoare de piață a întreprinderii* şi a diferenței față de *prețul întreprinderii* respective;
- Conştientizarea problemelor de *selecție adversă*, *hazard moral*, *asimetrie informațională*, *eficiență a pieței* şi a impactului acestora asupra managementului financiar;
- Conştientizarea *problemelor de mandat (agent);*
- Înțelegerea conceptului de *valoare a banilor în timp;*
- Identificarea scopului managementului financiar al societăților comerciale.

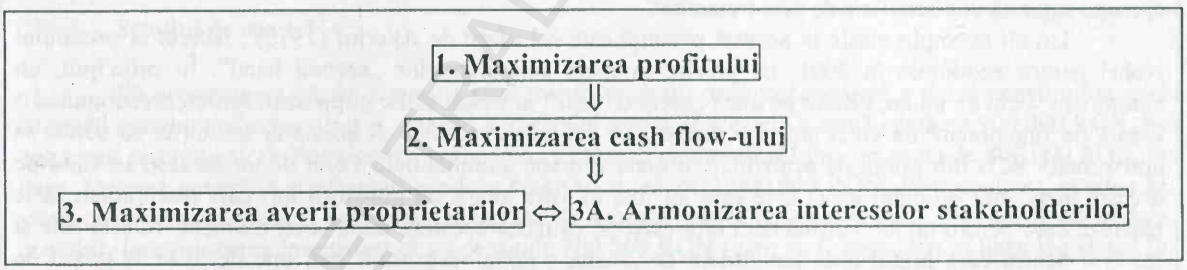
BCU IASI/CENTRUL UNIVERSITAR LIBRARY

1.1. Scopul managementului financiar

După cum era de aşteptat, această carte se adresează în primul rând managerilor financiari aflaţi deja în această postură, sau care îşi propun să ocupe această poziţie – studenţii la cursurile cu acest specific. Aceştia pot ocupa poziţii precum cele de manager (director) financiar, CFO (în engleză, *chief financial officer*), controlor financiar, trezorier, manager cu problemele de dezvoltare (în engleză, *manager of corporate development*) etc. Totodată, lucrarea se adresează şi celor care îşi propun ocuparea unor poziţii precum cele de analist financiar, expert implicat în activitatea de prognoză, controlor financiar (intern), evaluator al afacerii, analist de credite etc.

Probabil că una dintre primele probleme pe care şi-o poate pune un manager financiar este dată de scopul fundamental al activităţii sale. Din start, merită insistat asupra faptului că el (ea) ar trebui să îşi subordoneze activitatea obiectivului fundamental al companiei. Conexiunea dintre strategiile şi politicile operaţionale ale managementului financiar şi ale managementului general al companiilor este vitală pentru buna funcţionare a entităţii economice. Totodată, în calitatea sa de responsabil al activităţii financiare, el are un set de scopuri specifice finanţelor.

Discuţiile legate de scopul fundamental al managementului financiar al companiei poartă concomitent amprenta momentului istoric al dezvoltării teoriei respective şi a perspectivei indivizilor care abordează această temă. Astfel, se pot identifica drept abordări principale succesive în tratarea acestui aspect: maximizarea profitului, maximizarea cash flow-ului[1], maximizarea averii proprietarilor şi armonizarea intereselor principalilor stakeholderi[2] (vezi schema 1.1). După cum se poate constata, aceste scopuri au vizat dintotdeauna succesul în afaceri al investitorului, dar au început în ultima vreme să constituie şi un apanaj al altor agenţi aflaţi în relaţie cu compania (stakeholderi).



Schema 1.1. **Evoluţia în timp a scopului managementului financiar**

În condiţiile economiei din fazele de debut al studiului acestor aspecte, maximizarea profitului (obiectivul 1) constituia un scop suficient de relevant pentru a satisface atât rigorile cercetării ştiinţifice[3], cât şi pe acelea ale pragmatismului oamenilor de afaceri. O activitate prosperă

[1] Termenul de cash flow, importat din limba engleză, este folosit de majoritatea teoreticienilor şi practicienilor din domeniul finanţelor corporative. În alte lucrări de specialitate, se folosesc drept sinonime, termeni precum „flux de trezorerie" sau „flux de numerar".

[2] Definim prin acest termen toate entităţile aflate în relaţie cu compania: acţionari, manageri, salariaţi, creditori, furnizori de materii prime şi servicii, clienţi, oficialităţi publice, organe de control fiscal etc.

[3] Este destul de dificil – ca în majoritatea cazurilor similare – de identificat un punct de pornire în apariţia unei ştiinţe. Convenţional, pentru finanţele corporative, numeroşi autori identifică acest moment odată cu apariţia articolului lui Modigliani şi Miller (1958) privind neutralitatea structurii capitalurilor asupra valorii capitalurilor investite în întreprindere. Cu toate acestea, aspectele de natură financiară însoţesc problemele de management al afacerii încă de la începuturile acestuia.

implica o diferență cât mai semnificativă între veniturile și cheltuielile companiei. Condițiile de desfășurare a activității economice erau relativ simple, ceea ce nu ridica probleme semnificative legate de gestiunea fluxurilor de numerar (cash flow-uri). Chiar și în prezent, în unele dintre discuțiile cu alți stakeholderi, personalul din companii cu configurație financiar-contabilă „traduce" conceptul de cash flow prin cel de profit, pentru a putea fi înțeleși pe deplin de interlocutori (ceea ce nu este, însă, întotdeauna corect).

Transformarea condițiilor economice în timp, în contextul „complicării" tot mai pregnante a problemelor de gestiune, a avut ca efect, între altele, și disocierea tot mai pronunțată între conceptele de venit și, respectiv cheltuială, față de cele de plată, respectiv încasare. Companiile au constatat că o parte dintre clienți nu dispun de resursele financiare necesare plăților, dar pot constitui – în anumite condiții – parteneri viabili de afaceri, prin plata facturilor după un anumit interval de timp agreat. Din păcate, unele dintre companii au remarcat și limitele acestei abordări în cazul anumitor clienți. Cu alte cuvinte, ele s-au confruntat cu problemele selecției adverse și hazardului moral (vezi cadrul 1.1).

Cadrul 1.1. Selecția adversă și hazardul moral

Selecția adversă presupune că indivizii vor lua decizia optimă pe baza informațiilor pe care le posedă, fără a ști, deci, dacă acestea corespund sau nu realității[4]. În fapt, enumerarea tuturor cazurilor în care persoanele realizează o selecție adversă ar fi imposibilă, tinzând cu siguranță spre infinit. Esențială este însă identificarea cazurilor cu caracter sistematic, pentru evitarea lor în procesul managerial. În continuare, prezentăm câteva cazuri în care selecția adversă se manifestă în domeniul economic.

Dacă, de exemplu, o companie de asigurări oferă două scheme de finanțare a cheltuielilor de tratament medical, una foarte scumpă, dar care să acopere 100% din costul tratamentului, iar o alta, mult mai ieftină, care să acopere numai 80% din acest cost, se consideră că indivizii nu vor opta în mod aleator pentru cele două scheme. Astfel, persoanele care vor opta pentru prima schemă vor fi exact cei care știu aproape sigur că vor beneficia de acel tratament.

Un alt exemplu clasic în această privință este cel oferit de Akerlof (1970)[5], laureat al premiului Nobel pentru economie în 2001, cu privire la piața autoturismelor „second hand". În principiu, un autoturism vechi de un an, vândut pe piața „second hand", ar trebui să fie puțin uzat. Astfel, presupunând o durată de funcționare de cinci ani și o amortizare liniară, ar rezulta că acesta ar trebui să se vândă la aproximativ 80% din prețul de achiziție. Cu toate acestea, automobilele vechi de un an care se vând pe această piață sunt probabil exact cele care au fost folosite intens de posesorii lor, care intenționau să le păstreze doar pentru un an, nefiind deci interesați de calitatea acestora după acest moment. Acesta este și motivul pentru care prețul unui autoturism de „mâna a doua" este mult mai mic decât ar fi prețul de achiziție minus amortizarea liniară aferentă perioadei de funcționare (uneori, acesta este mult sub 80%).

În domeniul managementului financiar, o aplicație a teoriei selecției adverse o constituie alegerea momentului pentru emisiunea de acțiuni. Managerii au interesul de a se emite acțiuni în momentele în care acestea sunt supraevaluate pe piață, tocmai pentru a profita de faptul că investitorii sunt dispuși să plătească pentru o acțiune mai mult decât ar fi normal. Acești cumpărători de acțiuni realizează o selecție adversă.

După cum am afirmat mai sus, lista unor astfel de cazuri de selecție adversă poate fi foarte lungă. În managementul financiar, astfel de decizii pot fi legate de: acordarea de credite unor companii ale căror indicatori financiari ar putea fi înțeleși ca semnale ale unor dificultăți în viitor, contractarea de credite cu o rată a dobânzii fixe (și la un nivel ridicat) în momentele în care s-ar fi putut anticipa o reducere a ratei dobânzii la creditare, chiar utilizarea unor indicatori irelevanți din punct de vedere economic etc.

[4] Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan, *Financial Markets and Corporate Strategy*, Irwin McGraw-Hill, 1998, pp. 649-650.
[5] Akerlof, George, "The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, August 1970.

Dacă riscul de selecție adversă se manifestă în momentul luării deciziei de investire, agenții de pe piață nefiind capabili să distingă între proiectele caracterizate prin grade diferite de performanță, **hazardul moral** se manifestă ulterior luării deciziei. Astfel, revenind la problematica asigurărilor, este posibil ca o societate de asigurări să încheie un contract de asigurare de deces[6] cu un client care la acest moment să fie caracterizat printr-un anumit comportament (să presupunem: nefumător, neconsumator de băuturi alcoolice sau de droguri etc.). În cazul în care clientul își modifică radical comportamentul după momentul încheierii contractului, el începând, de exemplu, să consume droguri de mare risc, ceea ce poate afecta nivelul său de sănătate și, implicit, să crească probabilitatea de a deceda mai repede, se spune că societatea de asigurări se confruntă cu un hazard moral.

Hazardul moral se manifestă și în managementul financiar al companiei. Astfel, un manager poate garanta un anumit nivel al performanțelor financiare asociate companiei pe care o conduce, prin performanțele pe care le-a înregistrat în trecut, prin relațiile cu ceilalți stakeholderi etc. În relațiile de afaceri, acestea pot constitui garanții viabile, uneori mai importante decât indicatorii financiari (alterați, uneori voit, cu sprijinul „contabilității creative"). Cu toate acestea, este posibil ca, în viitor, acest comportament să se modifice, iar acționarii să înregistreze o reducere a propriei averi.

Un alt exemplu este dat de relația dintre compania creditată și bancă. Banca poate acorda un credit pe baza performanțelor din trecut ale companiei (majoritatea băncilor țin cont și de această componentă), dar comportamentul companiilor se poate modifica.

În aceste condiții, obiectivul de maximizare a profitului nu poate surprinde întotdeauna valențele monetare ale problemei, ceea ce determină aplicarea obiectivului de maximizare a cash flow-ului (obiectivul 2). Se poate sublinia faptul că finanțele se identifică drept ramură (tot mai) autonomă a economiei prin concentrarea asupra ideii de cash flow. Totodată, se poate constata că, în suficiente cazuri, în discuțiile cu alți stakeholderi, profesioniștii din domeniul financiar-contabil trebuie să insiste asupra diferenței fundamentale dintre ideea de profitabilitate și cea de performanță: o întreprindere ce înregistrează profit nu este întotdeauna într-o situație favorizantă (vezi studiul de caz 1.1).

Studiul de caz 1.1[7]

Să presupunem că, la 1 august anul trecut, un grup de întreprinzători a decis constituirea unei societăți comerciale, subscriind și vărsând la capitalul social al acesteia o sumă egală cu 900.000 RON. Pe parcursul primului an de funcționare, compania efectuează cheltuieli plătibile în sumă de 800.000 RON, în baza acestora generând și vânzând produse finite în sumă de 1.000.000 RON. Prin contract, acestea se vând cu încasarea după o perioadă (acceptată de ambele părți) de câteva luni. Din punct de vedere contabil, întreprinderea înregistrează un profit de 200.000 RON (care va fi impozitat în baza legislației în vigoare[8], impozit pe profit care va trebui plătit!). Cu toate acestea, investitorii analizați au efectuat până în prezent plăți (ieșiri de numerar) de 1.700.000 RON (plus un impozit pe profit!), fără a încasa nimic! Liniștea este departe de noi, iar visul frumos al profitului este (încă) întunecat de coșmarul din perspectiva cash flow-ului!

---

[6] Prin asigurarea de deces, societatea de asigurări se obligă să plătească o sumă celor specificați în contract, în cazul în care asiguratul încetează din viață (până la sau după un anumit moment, sau într-un anumit interval temporal). În exemplul citat, contractul vizează asigurarea de deces a unei persoane prin care anumite persoane vor fi despăgubite dacă asiguratul încetează din viață până la un anumit moment.

[7] Exemplu inspirat din Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura IRECSON, București, 2005, p. 12.

[8] În cea mai mare parte a lucrărilor pe care le-am coordonat, am încercat introducerea unor exemple numerice și în ceea ce privește fiscalitatea aplicabilă companiilor. Având în vedere „exuberanța" cu care aceste reglementări se modifică în România, am limitat la maxim aceste calcule în prezenta lucrare, pentru a nu deveni perimată înainte de a apărea pe piață. Drept urmare, sugerăm managerilor financiari o ediție cât mai recentă a lucrării elaborate de Țâțu, Lucian și colectiv, *Fiscalitate. De la lege la practică*, ediția a șaptea, Editura C.H. Beck, București, 2010 (probabil că la momentul în care citiți aceste rânduri a apărut deja o nouă ediție, mai actuală...).

Trebuie subliniat faptul că o obsesie pentru maximizarea cash flow-ului pe termen scurt poate determina rezultate mai puțin favorabile în perspectivă, motiv pentru care teoria financiară contemporană recomandă de foarte multe ori drept obiectiv maximizarea averii proprietarilor (obiectivul 3)[9]. În fapt, este numai o chestiune de formalizare, atât timp cât și profitul și cash flow-ul sunt implicit mijloace de creștere a averii acționarilor. Prin această avere se consideră în fapt valoarea de piață a întreprinderii.

În general, **valoarea de piață** reprezintă suma estimată pentru care o proprietate ar putea fi schimbată, la data evaluării, între un cumpărător decis și un vânzător hotărât, într-o tranzacție cu preț determinat obiectiv, după o activitate de marketing corespunzătoare, în care părțile implicate au acționat în cunoștință de cauză, prudent și fără constrângere[10]. Toate aceste elemente componente ale definiției sunt valabile și în cazul întreprinderilor.

Valoarea de piață nu reprezintă un concept sinonim cu cel de **preț**. Prețul reprezintă suma plătită, respectiv încasată, într-o tranzacție. Acest preț este determinat, pe lângă trăsăturile intrinseci ale proprietății tranzacționate, și de talentul în negociere al agenților. Uneori, apar drept factori determinanți ai prețului și exuberanța, sau chiar iraționalitatea agenților de pe piață, ceea ce face necesară analiza nivelului de eficiență al pieței, la care ne vom referi și noi pe parcursul acestui capitol.

Valoarea de piață a unei companii poate fi abordată cel puțin din trei perspective, fiecare dintre acestea cu avantajele și dezavantajele sale: patrimonială (bazată pe active), prin comparație (prin raportare la piață) și, respectiv, pe baza cash flow-urilor viitoare. Fiecare dintre acestea poate fi utilizată în anumite circumstanțe, după cum vom evidenția pe parcursul lucrării noastre[11].

Astfel, abordarea **pe bază de active (patrimonială)** poate fi comod reflectată prin intermediul bilanțului contabil, abordare asupra căreia vom reveni și noi în capitolul 4 al lucrării noastre. Pentru o viziune simplificată asupra acestuia, să considerăm exemplul din figura 1.1.

ACTIV	CAPITALURI ȘI DATORII
IMOBILIZĂRI	CAPITALURI PROPRII
	DATORII PE TERMEN LUNG
ACTIVE CIRCULANTE	DATORII PE TERMEN SCURT

Figura 1.1. **O primă perspectivă asupra valorii de piață a companiei: bilanțul contabil**

Bilanțul contabil ne evidențiază capitalurile deținute în mod efectiv de proprietari – capitalurile proprii pot fi considerate un estimator (superficial, este adevărat) al valorii de piață a companiei. Totodată, avem și o imagine a activelor utilizate de companie, precum și a structurii acestora pe grupele de active pe termen lung (imobilizate, fixe) și pe termen scurt (circulante). În plus, se poate evidenția și structura datoriilor – pe termen lung și pe termen scurt.

Abordarea pe baza activelor, capitalurilor și datoriilor ne oferă în general o viziune obiectivă asupra realității la nivelul companiei, dar i se pot aduce cel puțin două reproșuri: este

[9] Vezi, de exemplu, Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, Eighth Edition, McGraw-Hill, 2008.

[10] Conform definiției din *Standardele Internaționale de Evaluare*, ediția a șaptea, 2005.

[11] Pentru o prezentare *in extenso* a problematicii, vezi Stan, Sorin; Anghel, Ion (coordonatori), *Evaluarea întreprinderii*, ediția a III-a, Coediție Editura IROVAL și Editura INVEL MULTIMEDIA, București, 2007.

orientată spre trecut (ca exprimă preponderent costuri) şi, de aici, nu ţine cont de percepţia pieţei asupra valorii activelor[12]. Cu toate acestea, această viziune este privilegiată de analiza financiară, după cum vom evidenţia în cadrul capitolului 4 al acestei lucrări.

În contextul în care piaţa este considerată „suveran" în ceea ce priveşte evaluarea, în ultimii ani s-a insistat tot mai mult pe utilizarea abordării **bazate pe comparaţie**. Aceasta se bazează pe ideea că valoarea de piaţă a unei companii poate fi dedusă pe baza preţurilor la care s-au încheiat tranzacţii cu proprietăţi (companii) asemănătoare (comparabile). De exemplu, capitalizarea bursieră (produsul dintre numărul de acţiuni emise de societatea comercială şi cursul bursier al acestora) poate reprezenta un estimator al valorii de piaţă a companiei. Cât este de credibil acest estimator? Există două răspunsuri extreme: cel mai credibil sau deloc credibil.

Credibilitatea estimatorului este susţinută de lucrările care pornesc de la premisa că pieţele se auto-reglează, iar, ca tendinţă, preţurile vor reflecta valorile de piaţă ale activelor. Ipoteza conform căreia cursul bursier reflectă cel mai bine valoarea de piaţă a companiei este denumită în lucrările de specialitate ipoteza pieţei financiare eficiente (*efficient market hypothesis, EMH*, în engleză)[13]. Principalele coordonate ale acestei teorii sunt prezentate în cadrul 1.2.

Cadrul 1.2. Teoria pieţelor eficiente

Teoria financiară modernă s-a fundamentat aproape în exclusivitate o perioadă îndelungată pe ipoteza că pieţele financiare sunt eficiente. Conceptul de piaţă financiară eficientă, introdus şi dezvoltat în primul rând de profesorul american Eugene Fama[14], are la bază ideea de integrare în cursul bursier al acţiunilor emise de o companie a tuturor informaţiilor legate de societatea comercială emitentă, precum şi de mediul în care aceasta acţionează. În fapt, o piaţă este cu atât mai eficientă cu cât îşi atinge mai bine scopul, de a asigura un volum cât mai ridicat al tranzacţiilor[15]. Fundamental în această concepţie este faptul că piaţa realizează o corectă evaluare a titlurilor financiare (valorilor mobiliare) şi a companiilor în ansamblu, pe seama unor judecăţi corecte, cu privire la perspectivele viitoare ale acestora.

Datorită acestor premise, niciun investitor de pe piaţă nu poate obţine câştiguri în mod sistematic prin specularea unor dezechilibre între cursul bursier şi valoarea intrinsecă a titlului[16]. În această definiţie, atributul „sistematic" este fundamental: pe fiecare piaţă, există investitori care câştigă şi investitori care

[12] O analiză mai profundă va evidenţia în plus cel puţin următoarele dezavantaje: nu se ţine cont deloc de potenţialul (viitorul) de creştere al întreprinderii; nu se ţine cont de efectele de sinergie existente (în mod normal) la nivelul întreprinderii (suma elementelor independente de activ nu ar trebui să fie egală cu valoarea de piaţă a întreprinderii, tocmai pentru că acestea funcţionează concertat!); nu se ţine cont deloc de factorul uman, iar aspectele legate de elementele non-materiale specifice întreprinderii (experienţa în producţie, calitatea clienţilor, calitatea reţelei de distribuţie etc.) nu sunt evaluate întotdeauna foarte precis. Pentru dezvoltări pe această temă, vezi: Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediţia a II-a, Editura Economică, Bucureşti, 2002, capitolul 3.

[13] Pentru o introducere în context, vezi Obreja Braşoveanu, Laura (coordonator); Dragotă, Victor; Dragotă, Ingrid-Mihaela; Semenescu, Andreea; Stoian, Andreea; Hândoreanu, Cătălina; Mitroi, Adrian; Morar Triandafil, Cristina, *Piaţa de capital*, Editura ASE, Bucureşti, 2011, pp. 349-384.

[14] Fama, Eugene; Fisher, Lawrence; Jensen, Michael; Roll, Richard, "The Adjustement of Stock Prices to New Information", report 6705/January 1967, University of Chicago; Fama, Eugene, "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, May 1970.

[15] Pentru o discuţie strict academică, definiţia de mai sus ne trimite automat spre termenul românesc de „eficacitate". Cu toate acestea, termenul românesc de „eficienţă a pieţei" a devenit cvasi-generalizat în limbajul persoanelor interesate de domeniu. O explicaţie posibilă a importului acestui termen este relativa sinonimie din limba engleză între termenii *efficient* şi *efficacious*.

[16] Concept privilegiat de literatura de specialitate americană, *valoarea intrinsecă* reprezintă preţul cel mai probabil ce se va înregistra atunci când sunt luaţi în considerare toţi factorii primari de influenţă. Poate fi interpretată ca o valoare reală a acţiunii, diferită de multe ori de preţul curent de pe piaţă. Totodată, se poate constata caracterul subiectiv al acestei valori, cât timp analistul utilizează propriile judecăţi pentru a o estima, aceste judecăţi putând fi diferite de la analist la analist. Sinonim: *valoare fundamentală* (preluare din: Dragotă, Victor, *Evaluarea acţiunilor societăţilor comerciale*, Coediţie Editura Economică şi Editura IROVAL, Bucureşti, 2006).

pierd. Eficiența pieței implică faptul că agenții care câștigă nu sunt întotdeauna aceiași, după cum nici perdanții nu sunt întotdeauna aceiași. Totodată, agenții de pe piață vor fi corect informați, de unde „liniștea" acționarilor că managerii vor lua decizii mereu în interesul acestora[17]. În condițiile în care aceste ipoteze sunt satisfăcute, cursul bursier devine o variabilă extrem de utilă în asistarea investitorilor în luarea de decizii, iar managementul companiei poate fi în permanență controlat prin simpla analiză a evoluției cursului. După clasificarea oferită de E. Fama și de continuatorii acestuia, piețele financiare eficiente se pot încadra într-una dintre următoarele trei forme:

- eficiența *în formă slabă*, caz în care în cursul bursier sunt incorporate toate informațiile din trecut, dar prețul activului nu reflectă și informațiile publice din prezent, și nici informațiile privilegiate;
- eficiența *în formă semi-forte*, caz în care în cursul bursier sunt incorporate toate informațiile din trecut, dar și cele publice, prezente;
- eficiența *în formă forte*, caz în care în cursul bursier sunt incorporate toate informațiile din trecut și din prezent, atât publice, cât și privilegiate, cunoscute numai persoanelor din interiorul companiei (engl., *insiders*).

Cât timp o piață poate fi caracterizată ca fiind eficientă, evaluarea titlurilor de pe piață poate fi realizată într-o manieră relativ corectă. Astfel, în cazul în care percepția pieței financiare este aceea că nivelurile indicatorilor viitori caracteristici companiei se vor înrăutăți, cursul bursier al acțiunilor companiei emitente va scădea. Totodată, pe baza analizei cursurilor, se poate identifica și evoluția viitoare a indicatorilor de performanță.

Sintetic, principalele ipoteze care caracterizează o piață financiară eficientă sunt[18]:

1) comportamentul rațional al investitorilor (un agent este definit drept rațional dacă urmărește maximizarea propriei funcții de utilitate; dintr-o perspectivă financiară, având de ales între două proiecte identice din toate punctele de vedere cu excepția câștigului pe care îl vor genera, îl va prefera pe acela care generează un câștig mai mare);

2) atomicitatea investitorilor (nu există investitori care, în mod individual, să poată influența în mod hotărâtor cursurile bursiere prin propriile decizii);

3) divizibilitatea perfectă a titlurilor (nu există titluri care nu pot fi incluse în portofoliu; dacă valoarea de piață a unui titlu individual este foarte mare, la limită, se pot tranzacționa și fracțiuni de valori mobiliare);

4) toate informațiile sunt disponibile în mod gratuit sau nu au un cost prohibitiv;

5) cursurile evoluează aleatoriu, variațiile de curs bursier fiind independente unele față de altele și prezentând distribuții de probabilitate identice[19];

6) investitorii sunt caracterizați prin anticipări omogene ale prețurilor, atribuind aceleași distribuții de probabilitate rentabilităților viitoare ale titlurilor (cu alte cuvinte, ei interpretează informațiile disponibile în mod identic);

7) se poate da, respectiv lua cu împrumut, la o rată a dobânzii fără risc, o sumă nelimitată (cu alte cuvinte, toți investitorii pot apărea atât în postură de creditori, cât și de debitori pe această piață, care garantează un câștig minim – această rată fără risc);

8) toți investitorii sunt caracterizați printr-un orizont de previziune identic (egal cu o perioadă);

9) operațiile efectuate pe piața financiară nu sunt afectate de impozite și/sau de costuri de tranzacție.

Se poate constata lipsa de realism a anumitor ipoteze, dar trebuie recunoscut rolul lor fundamental în procesul de modelare a fenomenului financiar. Pentru cei mai sceptici, trebuie insistat asupra faptului că, prin definiție, un model este o reprezentare simplificată a realității (simplificare ce

[17] Există, totuși, o lacună în acest raționament: dacă nimeni nu mai este interesat de activitatea de evaluare, de ce evaluarea ar mai fi corectă? În fapt, se pornește de la premisa că nu trebuie să te preocupe această problemă cât timp vor fi alții care să o facă. Limitele neimplicării pot fi verificate, totuși, într-o manieră deseori dureroasă, la o analiză chiar și superficială a istoriei umanității. O aplicație de dată recentă – limitându-ne la universul financiar – ar fi criza financiară declanșată în 2008 în SUA.

[18] Stancu, Ion, *Finanțe. Piețe financiare și gestiunea portofoliului. Investiții reale și finanțarea lor. Analiza și gestiunea financiară a întreprinderii*, ediția a treia, Editura Economică, București, 2002, pp. 204-205.

[19] În teoria probabilităților și statistică, distribuția de probabilitate descrie probabilitatea valorilor unei variabile (sau a mai multor variabile).

constă inclusiv în eliminarea anumitor caracteristici reale, pentru facilitarea înțelegerii fenomenului). Curentul general, sprijinit în primul rând de teoreticienii din Școala clasică, tradițională la acest moment, a finanțelor companiei consideră că este o adevărată erezie să fie contestat un concept fundamental precum cel al piețelor eficiente[20]. Dintre aceste ipoteze, strâns conectate de problematica informației în managementul financiar al companiei sunt în special cele legate de accesul nelimitat și gratuit la informațiile necesare, care sunt considerate *a priori* corecte[21]. Cu toate acestea, realitățile de pe piețele financiare după criza declanșată în 2008 au început să pună în discuție unele dintre ipoteze.

La polul opus, există teoreticieni care contestă ipoteza conform căreia prețul poate constitui un estimator al valorii de piață a întreprinderii. În ultimii ani, tot mai multe studii evidențiază posibilitatea ca teoria financiară să evolueze și independent de cea a piețelor financiare eficiente. Poate este vorba despre necesitatea schimbării unei paradigme tot mai depășite de realitățile din noul mediu economic mondial. Vom aduce în discuție două opinii pe care le considerăm extrem de pertinente, una aparținând unuia dintre teoreticienii de valoare ai „noului val" al finanțelor în sens academic, iar cea de a doua aparținând unui practician de excepție (vezi cadrul 1.3).

Cadrul 1.3. Contra teoriei piețelor eficiente

Robert J. Shiller (1989)[22] argumentează că teoria piețelor financiare eficiente nu reușește să explice perfect comportamentul cursului bursier al acțiunilor pe piața de capital, pentru că nu ține cont deloc de psihologia investitorilor. El readuce în discuție necesitatea ca modelarea să aibă în vedere și elemente de psihologie socială, latură științifică uitată și chiar blamată în ultimii ani de teoria financiară. Profesorul american demonstrează pe baza datelor statistice că de multe ori evoluția cursurilor bursiere a fost determinată de curente de „modă", respectiv de atractivitatea pe care segmentul de investire reprezentat de piața de capital o prezintă la un moment dat[23]. În aceste condiții, mișcarea aleatorie a cursurilor bursiere ale acțiunilor cotate la Bursă ar fi efectul unor aspecte conjuncturale, determinate de considerente diferite de la om la om, de preferință subiectivă spre investire sau spre vânzarea titlurilor.

Merită amintit în acest context și punctul de vedere al lui George Soros (1987)[24], considerat drept unul dintre cei mai performanți investitori din istoria pieței bursiere americane, care în cartea sa, *The Alchemy of Finance,* scria că nu poate să se pronunțe cu privire la calitatea modelelor din teoria financiară actuală, pentru simplul motiv că nu le-a considerat niciodată utile în activitatea practică și deci pentru că nu le cunoaște. Succesul său profesional excepțional confirmă că oricum, chiar și pentru o Școală teoretică extrem de apreciată, precum este cea nord-americană, între curentul general științific și lumea reală există diferențe, și aceasta din cauza incapacității multor teoreticieni de a surprinde în modelele lor întreaga realitate. „Teoriile financiare actuale ce analizează comportamentul cursurilor bursiere sunt total inadecvate. Ele sunt de atât de puțină valoare pentru un practician, încât eu nici măcar nu le cunosc prea bine. Faptul că am reușit fără ajutorul lor vorbește de la sine."[25, 26].

---

[20] Fama, Eugene, "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", *Journal of Financial Economics,* 49, 1998, pp. 283-306.

[21] Pentru o dezvoltare a acestor probleme, vezi Dragotă, Victor, *Evaluarea acțiunilor societăților comerciale*, Coediție Editura Economică și Editura IROVAL, București, 2006, capitolul 1.

[22] Shiller, Robert J., *Market Volatility,* Fifth printing, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 1997.

[23] Este interesantă de menționat observația lui că momentele de avânt ale pieței de capital din Statele Unite ale Americii au fost precedate de campanii publicitare în favoarea Bursei de Valori.

[24] Soros, George, *The Alchemy of Finance,* Simon & Schuster, New York, 1987.

[25] *Ibidem.*

[26] Este interesant că scepticismul lui Soros preceda și criza financiară declanșată în anul 2008, izbucnită cu toate asigurările date de utilizarea unor instrumente de gestiune declarate performante... Pentru o dezvoltare a acestor idei sceptice, vezi și Taleb, Nassim Nicholas, *Lebăda neagră: impactul foarte puțin probabilului*, trad.: Viorel Zaicu, ediția a doua, revizuită, Curtea Veche Publishing, București, 2009.

Concluzionând, capitalizarea bursieră reprezintă un estimator corespunzător pentru valoarea de piață a companiei numai în condițiile unei piețe de capital eficiente[27]. Abordarea pe bază de comparație permite, în plus, estimarea valorii de piață a unei companii prin raportare la prețurile înregistrate în alte tranzacții. Și aici, însă, se pot exprima obiecții. Poate piața nu reușește întotdeauna să înțeleagă ceea ce se întâmplă. Pentru o poveste adevărată pe această temă, vezi cadrul 1.4[28].

Cadrul 1.4. Bule speculative[29]

Unele dintre caracteristicile bulei speculative date de creșterile prețurilor bulbilor de lalele din Olanda anilor 1636-1637 (*tulip mania*) seamănă izbitor cu cele ale bulelor speculative din zilele noastre, manifestate chiar și la nivelul piețelor de capital dezvoltate.

Termenul de „tulip mania" sau, alternativ „tulipomania" se referă în prezent la bule speculative. Termenul își găsește originea istorică în Olanda anilor 1636-1637. Lalelele au fost cultivate pentru prima oară în Olanda în 1593. Prețurile înregistrate în anumite tranzacții cu bulbi de lalele au înregistrat adevărate recorduri odată cu trecerea anilor. De exemplu, în 1623, un bulb de lalea costa 1.000 de florini. În 1635, pentru 40 de bulbi de lalea s-au plătit 100.000 de florini (deci un preț mediu de 2.500 de florini pe bulb), recordul fiind atins printr-o tranzacție în care un bulb s-a tranzacționat la 6.000 de florini.

În 1636, tranzacții cu lalele s-au derulat în numeroase orașe olandeze. Numeroase persoane s-au angrenat în astfel de tranzacții speculative, în fapt contracte futures pe lalele. Trebuie menționat că încă din 1610 exista un edict care punea în afara legii astfel de contracte, dar aceasta nu a constituit o piedică pentru dezvoltarea mecanismului de tranzacționare respectiv. Și în zilele noastre se constată că o legislație performantă nu este suficientă atît timp cât nu este însoțită și de măsuri pentru implementarea ei (în engleză, *enforcement of the law*).

Criza s-a manifestat în februarie 1637, datorită faptului că vânzătorii de lalele nu au mai putut menține prețurile ridicate pentru acestea, începând să vândă la prețuri mai reduse. Oamenii, anticipând că nivelul cererii se va modifica, au intrat în panică. Pe piață, anumite persoane dețineau contracte care le permiteau cumpărarea de lalele la prețuri de zece ori mai mari decât prețurile de pe piața liberă, în timp ce alții dețineau bulbi de lalele care valorau mult mai puțin decât prețurile de achiziție. Numeroase persoane au fost ruinate.

Autoritățile au fost preocupate de identificarea unor soluții agreabile pentru toate părțile implicate. Cu toate acestea, având în vedere prevederile legale, contractele au fost considerate drept datorii la jocuri de noroc, deci în afara legii. Ca urmare, în mod efectiv, fiecare persoană a rămas cu bulbii de lalele deținuți inițial. În final, ca epilog, întregul fenomen a fost urmat de o recesiune economică persistentă câțiva ani.

Abordarea **pe baza câștigurilor viitoare** reprezintă soluția cea mai utilizată în mediile profesioniștilor în finanțe. Ipoteza de bază în acest caz este că investitorul evaluează în primul rând o afacere prin suma încasărilor nete de plăți pe care le va genera aceasta. Având în vedere și principiul valorii actuale a banilor (vezi cadrul 1.5), obiectivul său devine de maximizare a sumei cash flow-urilor actualizate.

---

[27] Nu dorim să complicăm foarte mult expunerea la acest moment. Pentru o evaluare mai riguroasă a companiilor, trebuie să se țină cont și de perspectiva minoritară sau majoritară a evaluării. Astfel, capitalizarea bursieră este un estimator al valorii de piață a companiei din perspectiva acționarilor minoritari. Din perspectiva unui acționar majoritar, la capitalizarea bursieră ar trebui să se aplice și o primă de control. Pentru detalii pe această temă, vezi Stan, Sorin; Anghel, Ion (coordonatori), *Evaluarea întreprinderii*, ediția a III-a, Coediție Editura IROVAL și Editura INVEL MULTIMEDIA, București, 2007.

[28] Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Dămian, Oana-Alexandra; Stoian, Andreea; Mitrică, Eugen; Lăcătuș, Carmen Maria; Manațe, Daniel; Țâțu, Lucian; Hândoreanu, Cătălina Adriana, *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2009, pp. 178-179.

[29] Informații preluate în principal de pe site-ul: http://en.wikipedia.org/wiki/Tulip_mania.

Cadrul 1.5. Valoarea în timp a banilor

Practic, prin această formulare ne propunem să identificăm diferența de valoare resimțită de un investitor în cazul în care obținerea unei sume poate fi realizată mai devreme, respectiv mai târziu. Având în vedere costul de oportunitate, există o preferință pentru a deține un activ mai repede (acesta poate fi folosit) decât mai târziu. Principiul este valabil și pentru activele financiare.

Mai ales pentru persoanele care au avut ocazia să trăiască într-o economie caracterizată printr-o inflație semnificativă, cum este și cazul României, este cert că un leu câștigat astăzi este mai valoros decât un leu ce se va câștiga peste un an sau doi. Raționamentul poate fi extins și pentru cazul în care calculele se efectuează în dolari: în cazul în care dispunem de o anumită sumă încă de astăzi, o putem depune la o bancă (sigură), beneficiind așadar de câștigurile sub formă de dobânzi[30]. Din acest punct de vedere, pentru a face comparabilă o sumă încasată astăzi cu o sumă ce va fi încasată peste un an, trebuie să se țină cont de rentabilitatea la care ar putea fi investită suma respectivă pe parcursul perioadei de un an. Considerând că putem identifica la actualul moment cu certitudine rata cu care vom fi recompensați peste un an, vom reține drept reguli de bază[31]:

- pentru a face comparabilă o sumă ce se va obține peste un an cu o sumă aflată la dispoziția noastră astăzi, se va raporta cea dintâi la (1 + rata de rentabilitate ce se va obține pe parcursul acestui an[32]) (se realizează deci o **corecție negativă** – suma din viitor, mai incertă, înseamnă mai puțin astăzi);
- pentru a face comparabilă o sumă aflată la dispoziția noastră astăzi cu o sumă ce se va obține peste un an, cea dintâi se va înmulți cu (1 + rata de rentabilitate ce se va obține pe parcursul acestui an) (se realizează deci o **corecție pozitivă** – suma din prezent, mai sigură, înseamnă mai mult în viitor).

Pentru a evita posibilele erori de calcul, se poate reține că o sumă ce va fi încasată în viitor va fi percepută ca o sumă mai redusă astăzi. Totodată, pentru a face comparabilă o sumă ce a fost încasată mai demult cu una încasată astăzi, se va presupune că suma încasată mai demult a fost fructificată (sau ar fi putut fi fructificată) pe parcursul perioadei scurse până în prezent.

În cazul în care ne propunem să identificăm suma totală a cash flow-urilor generate de o anumită investiție, ne putem confrunta cu situația câștigării unui număr de sume, fiecare încasată la alt moment de timp. În aceste condiții, se pune problema alegerii unui moment de referință, la care să fie raportate sumele din trecut sau viitor. Pentru aceasta, putem face apel la o construcție grafică de forma celei prezentate în figura 1.2.

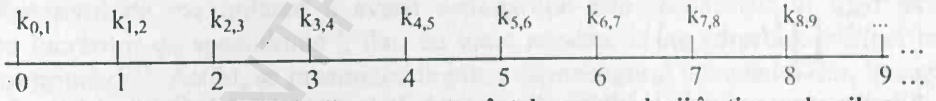


Figura 1.2. **Schemă ajutătoare pentru înțelegerea valorii în timp a banilor**

În această figură, pe axa orizontală sunt reprezentate diferite momente de timp. Să presupunem că în fiecare din acestea se încasează o sumă de bani (deocamdată, nu vom face judecăți în legătură cu sensul sumelor, respectiv cu calitatea lor de a fi încasări sau plăți), egale cu S_1, S_2, S_3,...,S_n iar ratele de rentabilitate obținute pe parcursul anilor analizați sunt $k_{0,1}$ (semnificația acestei notații: rata de rentabilitate obținută ca urmare a fructificării unei sume investite la momentul 0, până la momentul 1), $k_{1,2}$, $k_{2,3}$ șamd.

Pentru început, vom lua drept moment de referință anul 0. Pentru a face comparabile sumele încasate în momentele 1, 2, ..., n cu cea încasată în momentul 0, vom proceda la aplicarea celei dintâi reguli enunțate mai sus. Astfel, suma încasată în anul 1 va fi evaluată la momentul 0 ca fiind egală cu

[30] Este bine de înțeles că, din punct de vedere financiar, acordarea unui împrumut fără dobândă reprezintă un cadou egal cu dobânda care ar fi fost încasată ca urmare a fructificării sumei respective.

[31] Pentru acest moment, vom face abstracție de impactul inflației, problemă care va fi tratată ulterior pe parcursul acestei lucrări (vezi capitolul 3).

[32] Prin ipoteză, se presupune că această rată de rentabilitate este pozitivă.

$\frac{S_1}{(1+k_{0,1})}$, cea încasată în anul 2 va valora la momentul 1, $\frac{S_2}{(1+k_{1,2})}$ şamd. În aceste condiţii, suma încasată în anul 2 va fi evaluată în anul 0 ca fiind egală cu: $\frac{S_2}{(1+k_{0,1})(1+k_{1,2})}$.

Generalizând, o sumă încasată (plătită) în anul t va fi evaluată la momentul 0 ca fiind egală cu $\frac{S_t}{\prod_{\tau=0}^{t-1}(1+k_{\tau,\tau+1})}$, unde $k_{\tau,\tau+1}$ reprezintă rata de rentabilitate aferentă perioadei τ, $\tau+1$.

Analog, o sumă încasată la momentul 0 va fi evaluată la momentul t ca fiind egală cu $S_0 \cdot \prod_{\tau=0}^{t-1}(1+k_{\tau,\tau+1})$.

Calcule similare se pot realiza în funcţie de orice moment ales. Astfel, să presupunem acum că ne propunem să evaluăm toate sumele încasate la momentele 0, 1, 2, 3, ... prin raportare la nivelul valoric al anului 5. În acest caz, suma încasată în anul 4 va fi evaluată ca $S_4(1+k_{4,5})$, iar o sumă ce va fi încasată în anul 6, va reprezenta $\frac{S_6}{(1+k_{5,6})}$. Conform aceleiaşi logici, suma încasată în anul 0 va fi evaluată ca fiind $S_0 \cdot \prod_{\tau=0}^{4}(1+k_{\tau,\tau+1})$, iar cea încasată în anul 10, $\frac{S_{10}}{\prod_{\tau=5}^{9}(1+k_{\tau,\tau+1})}$.

Presupunând că o anumită investiţie ne oferă posibilitatea încasării unor sume egale cu S_1, S_2, S_3, ..., S_n, valoarea acesteia la acest moment (V_0) va fi dată de suma acestor sume actualizate la momentul prezent, respectiv:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{S_t}{\prod_{\tau=0}^{t-1}(1+k_{\tau,\tau+1})}.$$

Utilizarea unor perioade t diferite din punctul de vedere al mărimii intervalelor de timp nu constituie o problemă, t putând fi interpretat din punctul de vedere al apartenenţei la mulţimea numerelor reale R. Spre exemplu, o sumă ce se va câştiga peste 3,34 ani va valora în prezent $\frac{S_{3,34}}{\prod_{\tau=0}^{2}(1+k_{\tau,\tau+1})\cdot(1+k_{3;3,34})}$. În acest caz, valorile $k_{\tau,\tau+1}$ vor fi luate în considerare în funcţie de posibilităţile de fructificare pe perioadele respective.

Ca un caz special, în situaţia în care trebuie realizată transformarea unor rate de rentabilitate pe intervale diferite de timp, se vor considera relaţiile (1.1) şi (1.2):

$$(1+r_a)^n = (1+r_{na}), \tag{1.1}$$

unde:

r_a – rata de rentabilitate anuală;

r_{na} – rata de rentabilitate pe o perioadă de n ani.

$$(1+r_a) = (1+r_s)^2 = (1+r_t)^4 = (1+r_l)^{12} = (1+r_z)^{360} = e^r, \tag{1.2}$$

BCU SIBIU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

unde:

r_s – rata de rentabilitate semestrială;
r_t – rata de rentabilitate trimestrială;
r_l – rata de rentabilitate lunară;
r_z – rata de rentabilitate zilnică;
r – rata de rentabilitate instantanee;
e – numărul e (= 2,7182...).[33]

Un aspect de interes în finanțe îl reprezintă numărul de zile ale anului. Se pare că utilizarea unui număr de zile egal cu 360 a fost dat inițial de comoditatea efectuării calculelor, ceea ce nu ar mai putea constitui o explicație astăzi, în condițiile în care profesioniștii utilizează calculatoare personale. Cu toate acestea, în majoritatea cazurilor, se preferă folosirea în continuare a cifrei de 360 (și nu a celei de 365,25, dacă am ține cont și de existența anilor bisecți), datorită comodității previziunii: un an este format din două semestre a câte 180 de zile, din patru trimestre de câte 90 de zile, din 12 luni de câte 30 de zile, toate aceste subcomponente fiind egale. Subliniem însă că această aproximare nu trebuie generalizată, existând departamente în care este important ca toate previziunile să fie realizate la nivel zilnic. Astfel, pentru aspecte precum este managementul de trezorerie sau managementul stocurilor de mărfuri în cazul unui hipermarket, pierderea din vedere a unor zile poate fi catastrofală.

Rata de rentabilitate la care se realizează fructificarea, respectiv actualizarea, diferă de la caz la caz. În cazul în care sumele viitoare ar fi certe, mecanismele de actualizare ar fi facile. Din păcate, din punct de vedere al aplicării acestor tehnici, viitorul este incert: o persoană responsabilă va recunoaște că nu știe niciodată ce se va întâmpla în viitor (poate doar să facă anticipări mai mult sau mai puțin realiste în legătură cu acest viitor). De aceea, o rată de actualizare pertinentă nu va fi dată numai de rata de rentabilitate oferită de alte plasamente (de exemplu, rata dobânzii la niște depozite caracterizate printr-un grad ridicat de siguranță), ci va trebui să cuprindă și o componentă suplimentară, direct dependentă de riscul asociat investiției. Această componentă poartă numele de primă de risc. În aceste condiții, rata de actualizare va cuprinde două componente:

- o rată de rentabilitate minimă acceptabilă, oferită de cele mai sigure plasamente, denumită rată fără risc (de cele mai multe ori aceasta se consideră a fi egală cu rata de rentabilitate a bonurilor de tezaur);
- o primă de risc.

Obiectivul de maximizare a averii acționarilor este recunoscut în mod axiomatic de majoritatea lucrărilor de specialitate[34], dar, cu toate acestea, el nu surprinde perfect realitatea la nivelul întreprinderii[35]. Astfel, se presupune implicit că managerul companiei (iar, în cazul specific al lucrării noastre, managerul financiar) își propune maximizarea averii proprietarilor, în condițiile în care el poate fi tentat de maximizarea propriei funcții de utilitate. În aceste condiții, mai ales în ultimii ani, lucrările de specialitate au început să insiste tot mai mult pe ideea necesității unor

---

[33] Pentru a demonstra relația: $(1+r_a)=e^r$, putem sesiza că rata de rentabilitate instantanee poate fi scrisă sub forma relațiilor de tip (1.2): $r=(1+i_m)^m-1$. Ca un caz particular al acestora, m tinde spre infinit. În aceste condiții: $\lim_{n\to\infty}(r)=\lim_{n\to\infty}\left(1+\frac{i}{m}\right)^m-1=\lim_{h\to\infty}\left[\left(1+\frac{1}{h}\right)^h\right]^i-1$, unde: $h=\frac{m}{i}$. Dat fiind faptul că $\lim_{h\to\infty}\left(1+\frac{1}{h}\right)^h=e$, rezultă că: $r=e^i-1$. q.e.d. (vezi Bellalah, Mondher, *Gestion Financière. Diagnostic, évaluation et choix des investissements*, Economica, Paris, 1998).

[34] Pentru o pledoarie convingătoare, vezi Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack, *Valuation. Measuring and Managing the Value of the Companies*, Second Edition, John Willey & Sons, Inc., 1996.

[35] Acest obiectiv axiomatic este adeseori combătut de realitatea existentă la nivelul companiilor. De exemplu, Loderer, Roth, Waelchli și Joerg (2010) evidențiază că majoritatea managerilor companiilor de pe glob nici nu menționează interesul pentru acționari în declarațiile lor privind scopurile companiei.

acțiuni laborioase de control al activității desfășurate de manageri. Deși aparent atractivă pentru acționarii cu spirit de detectivi, această activitate implică din punct de vedere financiar și managerial probleme deosebite. Astfel, o activitate de monitorizare implică, normal, o serie de costuri. În cazul în care aceste costuri se ridică la o sumă superioară beneficiilor scontate ca urmare a aplicării activității de monitorizare, activitatea devine ineficientă. În plus, prin însăși activitatea de monitorizare, prestația persoanelor controlate poate scădea calitativ[36]. În aceste condiții, devine tot mai interesantă identificarea unor soluții pentru armonizarea obiectivelor stakeholderilor (obiectivul 3A)[37].

Finanțele moderne iau în considerare anumite fenomene cu caracter „nociv" pentru funcționarea normală a companiei. Astfel, nu toți stakeholderii dispun de același volum de informații, uneori aceste informații fiind totodată de o calitate diferită. Cu alte cuvinte, se manifestă o *asimetrie informațională*. În cazul în care o parte din stakeholderi pot profita de aceste informații suplimentare în detrimentul celorlalți, se poate pune problema unei analize calitative a acestor informații[38].

Un alt fenomen de care trebuie să se țină cont sunt problemele de agent (probleme de mandat, în engleză, *agency problems*). Relațiile umane (și relațiile de afaceri în cadrul acestora) se bazează pe delegări de autoritate: o persoană – mandantul (principalul, *principal* în engleză) deleagă pe o altă persoană – mandatarul (agentul, *agent* în engleză) să îi apere interesele, de cele mai multe ori în schimbul unei remunerații. De exemplu, acționarii mandatează managerii să conducă afacerea ai cărei proprietari sunt, managerul angajându-se să maximize averea acestora (sau să îndeplinească un alt obiectiv stabilit de acționari). Deși multe dintre aceste relații îmbracă și o formă contractuală, componenta legală nu reprezintă întotdeauna cheia problemei. Problemele de agent apar atunci când mandatarul nu se achită în mod corespunzător de obligațiile asumate. Modelarea acestor probleme de agent reprezintă o preocupare extrem de actuală în managementul financiar[39].

Fixarea unui obiectiv al managementului financiar nu se poate realiza fără a se ține cont și de particularitățile prezente la nivelul sistemului economico-social în care acționează compania analizată. Mediul în care acționează compania contează. Teoria financiară a delimitat cel puțin patru astfel de sisteme fundamentale, respectiv cel american, continental european, japonez și islamic[40], descrise în cadrul 1.6.

Cadrul 1.6. Sisteme financiare

Sistemul financiar american (anglo-saxon), prezent în economiile SUA, Marii Britanii, Canadei ș.a. se bazează pe piața de capital, prin intermediul căreia se realizează transferul între posesorii de resurse financiare disponibile și companiile emitente de titluri financiare. Cu cât aceste titluri financiare sunt mai atractive pentru investitori, cu atât companiile vor dispune de resurse financiare în condiții mai avantajoase (ele sunt interesate de resurse financiare suficiente pentru derularea proiectelor și pentru obținerea unui

[36] Pentru o dezvoltare a acestei probleme, vezi Jensen, Michael; Meckling, William, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976.

[37] Însuși sistemul de gândire bazat pe maximizare ar putea pune pe gânduri pe mulți. Pentru a-l parafraza pe Jaap Spronk (Spronk, Jaap, "Advances in multidimensional portfolio management", 45th EWGFM, Chania, 2009), o persoană care și-ar propune maximizarea funcției auditive și-ar atinge obiectivul ajungând o ureche imensă sau, poate, un set format din cât mai multe urechi. Se pare că, măcar cea mai mare parte dintre noi, suntem bazați pe funcții-obiectiv multi-variabile... Mai multe în legătură cu această temă, în subcapitolul 1.2.

[38] Vezi Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Dămian, Oana-Alexandra; Stoian, Andreea; Mitrică, Eugen, Lăcătuș; Carmen Maria; Manațe, Daniel; Țâțu, Lucian; Hândoreanu, Cătălina Adriana, *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2009, capitolul 2.

[39] Pentru o introducere în context, vezi Jensen, Michael; Meckling, William, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360.

[40] Pentru o dezvoltare a problematicii, vezi Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela, Obreja Brașoveanu, Laura; Stoian, Andreea; Lipară, Carmen; Cetean, Elena, *Piețe și sistemefinanciare*, Editura ASE, București, 2008.

cost cât mai redus). În aceste condiţii, interesul pentru asigurarea unei imagini cât mai favorabile în „ochii" investitorilor constituie un obiectiv fundamental pentru managementul general al companiei şi, de aici, şi pentru managementul financiar. Companiile se bazează pe procurarea de resurse financiare de la investitori, iar aceştia trebuie să aibă încredere că resursele lor financiare vor fi gestionate eficient. De aici, rezultă şi definirea obiectivului fundamental al finanţelor întreprinderii ca fiind maximizarea averii acţionarilor.

Fără a contesta interesul pentru desfăşurarea unei activităţi eficiente din punct de vedere economic, ***sistemul economic continental european*** (vezi de exemplu, economiile unor ţări precum Germania, Franţa, Italia etc.) se bazează într-o mare măsură pe instituţiile bancare. În aceste condiţii, imaginea companiilor pe piaţa bursieră nu este la fel de importantă. În plus, de cele mai multe ori, în aceste ţări, forţa socială a sindicatelor este foarte mare, ceea ce face ca luarea în considerare a salariaţilor la „masa tratativelor" în fixarea obiectivelor generale ale companiei să se realizeze mult mai evident ca în cazul economiilor de tip anglo-saxon. În acest caz, obiectivul major al managementului, inclusiv al celui financiar, este de maximizare a averii acţionarilor, dar în condiţiile armonizării cu obiectivele celorlalţi stakeholderi.

Deşi relativ îndepărtat de România atât din perspectivă geografică, cât şi din punct de vedere al sistemului de valori, ***sistemul financiar japonez*** se constituie ca o soluţie interesantă de management. În acest caz, managementul este subordonat nu numai obiectivelor companiei, ci şi celor ale entităţilor în care compania este parte (denumite *keiretsu*, în Japonia sau *chobol*, în Coreea de Sud), care cuprind bănci, societăţi de asigurări, companii de producţie şi de distribuţie etc. Acestea se sprijină reciproc în momente mai dificile, ceea ce le face mai puternice împreună.

Sistemul financiar islamic[41] are drept scop fundamental respectarea principiilor impuse de Coran (inclusiv în domeniul economic). În general, se face referire la sistemul financiar islamic în legătură cu băncile de tip islamic şi cu fondurile mutuale islamice. Referitor la băncile islamice, respectând legea islamică, *Sharia*, nu se permite încheierea de contracte bazate pe dobândă (interzisă de Sharia). Pe de altă parte, Coranul nu condamnă investiţiile acceptabile din punct de vedere moral, care generează profituri corecte şi aduc o valoare adăugată din punct de vedere economic şi social. Principalul rezultat îl reprezintă sistemul bancar bazat pe principiul participării atât la profituri, cât şi la pierderi. Ca urmare, deponenţii în băncile islamice sunt un fel de acţionari, care câştigă un fel de dividende atunci când băncile înregistrează un profit, dar care pot pierde o parte din economiile personale atunci când băncile înregistrează pierderi[42]. Investiţiile în acţiuni realizate de fondurile islamice sunt permise numai pentru titlurile emise de companiile al căror domeniu de activitate este acceptabil conform criteriilor impuse de Sharia. Astfel, nu se poate investi în companiile care obţin o mare parte din venituri din afaceri cu alcool, tutun, creşterea, vânzarea sau prelucrarea suinelor, în instituţii bazate pe câştigarea de dobândă sau echivalente acesteia, precum bănci, societăţi de asigurări sau case de brokeraj[43].

Vom finaliza acest subcapitol menţionând şi concepţia operaţională recomandată de Ross, Westerfield şi Jaffe[44] legată de scopul managementul financiar al companiei. Astfel, în calitate de manageri financiari ai companiei trebuie să răspundem la trei întrebări fundamentale:

1. **Ce investiţii trebuie să realizăm** (în engleză, acest proces este denumit *capital budgeting*)?

2. **De unde să procurăm resursele financiare pentru a ne finanţa cheltuielile de capital** (cu alte cuvinte, care este structura financiară pe care contez)?

---

[41] Zaher, Tarek S.; Hassan, M. Kabir, "A Comparative Literature Survey of Islamic Finance and Banking", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 10, No. 4, November 2001, pp. 155-199.

[42] Totuşi, în comparaţie cu celelalte sisteme financiare clasice, aceşti investitori nu au posibilitatea de a lua nici o decizie în ceea ce priveşte politicile adoptate de bănci, manifestându-se mai curând în calitate de acţionari minoritari.

[43] Alături de aceste restricţii de natură religioasă, în plus, companiile în care se investeşte trebuie să respecte şi anumite condiţii de natură financiară.

[44] Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, Eighth Edition, McGraw-Hill, 2008.

3. **Cum vom gestiona trezoreria companiei în concordanță cu managementul activelor pe termen scurt** (managementul capitalului de lucru – în engleză, *net working capital*)?

Împreună, vom încerca să răspundem la aceste întrebări, pe parcursul lucrării noastre. Pentru scopul actual al acestui capitol, însă, vom mai insista puțin asupra unor aspecte legate de stakeholderii companiei și de modul în care aceștia ne pot influența în luarea deciziilor implicate de managementul financiar al companiilor.

1.2. Stakeholderii companiei și armonizarea intereselor acestora. Alți utilizatori ai acestei lucrări

Numeroase conflicte de muncă pun în evidență divergența de opinii între angajați și angajatori, atât în România, cât și pe plan internațional. Criza economico-financiară începută în anul 2008 a fost cel puțin în etapele de start o criză a încrederii investitorilor în cei pe care îi mandatasera să le apere interesele. Este întotdeauna întreprinderea un ansamblu omogen de aspirații?

Teoria financiară clasică a considerat o lungă perioadă compania drept un astfel de ansamblu omogen (de unde și modelarea sa ca o „cutie neagră", *black box*, în engleză), cu o funcționare armonioasă (lipsită de contradicții interne) și cu un unic obiectiv: maximizarea averii proprietarilor. În această viziune, managerii și salariații nu sunt considerați altceva decât mijloace prin intermediul cărora se poate asigura îndeplinirea acestui obiectiv de maximizare a averii proprietarilor[45].

Compania poate fi privită ca o entitate de sine stătătoare ale cărei scopuri fundamentale ar fi supraviețuirea și creșterea acesteia? Sau ca o asociere destinată aducerii de profituri pentru acționari? Multitudinea intereselor ce stau la baza constituirii unei companii face dificilă încercarea noastră de a o defini. Reținem, însă, câteva caracteristici importante ale acesteia:

- din punctul de vedere al unui acționar sau asociat oarecare, avându-se în vedere obiectivul de maximizare a încasărilor de care aceștia pot beneficia, compania poate reprezenta numai un instrument utilizat în scopul creșterii acestor încasări, și implicit al creșterii averii personale;
- din punctul de vedere al unui creditor, societatea comercială este un client, care are rolul de a funcționa suficient de bine astfel încât să supraviețuiască în bune condiții până la finele contractului de creditare, ca să poată achita la timp serviciul datoriei (rambursarea principalului plus plata dobânzilor și a comisioanelor diverse solicitate de bănci);
- din punct de vedere juridic, compania dobândește personalitate de sine stătătoare, „îngroșând rândurile" plătitorilor de impozite către stat. Totodată, întreprinderile – prin stakeholderii lor – reprezintă în statele democratice persoane cu drept de vot în alegerile desfășurate la diferite niveluri;
- privită din perspectiva membrilor societății, compania respectivă poate constitui deopotrivă locul de muncă ce asigură veniturile, sursa de asigurare sau de distrugere a sănătății întregii familii (prin produsele oferite sau prin poluarea degajată), furnizorul de produse sau prestatorul de servicii favorit șamd.

Toate punctele de vedere sunt corecte, însă se reflectă în decizii ce nu pot fi armonizate întotdeauna ușor. Astfel, în desfășurarea activității sale, conducerea companiei va trebui să țină seama atât de obiectivele comune, cât și de aceste conflicte potențiale ce derivă din reunirea unei multitudini

[45] Nu credem că exagerăm prea mult dacă sesizăm similitudinea aproape perfectă ce se realizează în aceste condiții între manageri și salariați, și respectiv diferitele utilaje ce compun patrimoniul companiei.

de interese sub „acelaşi acoperiş"[46]. În plus, fiecare persoană joacă un anumit rol social, caracteristic unei anumite situaţii în care se găseşte, modul de acţiune propriu fiind dictat de acest rol. Astfel, un salariat la o companie se poate găsi în postură de acţionar (deci, patron) la aceasta sau la alta, client al acesteia sau al unei alte companii, membru al unei organizaţii ecologice şamd.

Pentru a da numai câteva exemple, putem aminti o serie de decizii, absolut raţionale din anumite puncte de vedere şi care nu pot stârni decât sentimente de ostilitate din altele:

- o parte din acţionari doresc o creştere a dividendelor distribuite, pentru a-şi recupera cât mai rapid investiţia şi pentru a obţine o rentabilitate personală cât mai ridicată. În aceste condiţii, salariile (inclusiv cel al managerului) ar trebui reduse, iar fondurile orientate spre investiţii ar trebui limitate la nivelul care să asigure o creştere a dividendelor. Această decizie poate implica reacţii adverse din partea salariaţilor, materializate în creşterea absenteismului, dezinteresului faţă de performanţele companiei etc. Reacţii identice se pot întâlni în cazul companiilor în care directorii au venituri exacerbate în raport cu ceilalţi salariaţi. În plus, există şi acţionari care doresc reinvestirea profiturilor. De cele mai multe ori, acţionarii majoritari preferă reinvestirea, iar cei minoritari – dividendele[47];
- atât salariaţii, cât şi managerii pot fi mai puţin interesaţi în activitatea lor de creşterea averii acţionarilor, cât de propria bunăstare. În aceste condiţii, în cazul în care acţionarii nu asigură un control eficient al modului în care angajaţii lor îşi îndeplinesc sarcinile, pot descoperi curând că nu mai există obiectele controlului. Pe de altă parte, salariaţii pot conştientiza că, în absenţa acţionarilor (fie şi statul în calitatea sa de acţionar!), compania nu ar exista, iar ei ar fi şomeri, ceea ce îi poate cointeresa pentru a încerca maximizarea averii acestora;
- furnizorii urmăresc încasarea cât mai rapidă a contravalorii materiilor prime sau a serviciilor prestate şi încasarea unui preţ cât mai ridicat, în condiţiile unui efort depus (calitate) minim(ă), ceea ce intră în contradicţie cu obiectivele companiei care se aprovizionează de la aceştia. Pe de altă parte, falimentul propriilor clienţi nu poate fi satisfăcător pentru furnizori, pentru că piaţa lor de desfacere ar deveni din ce în ce mai puţin atractivă, iar produsele lor ar deveni tot mai greu vandabile;
- proprietarii şi managerii pot avea tendinţa de a-şi asuma un risc ridicat comparativ cu alţi stakeholderi, mult mai prudenţi prin natura activităţii desfăşurate (de exemplu, băncile). Fenomenul este uşor explicabil dacă ne gândim că din câştigul total ce revine acţionarilor şi creditorilor, cei din urmă au prioritate (vezi şi figura nr. 1.3), cheltuielile cu dobânzile şi ratele scadente la credite fiind plătite înaintea dividendelor. În plus, pentru fiecare companie pot exista anumite baremuri minimale de profitabilitate fixate de proprietari, nerealizarea cărora putând determina probleme pentru manageri. Să considerăm că proprietarii au stabilit acest nivel minim acceptabil de performanţă la 300 u.m., în condiţiile în care serviciul datoriei este egal cu 1.000 u.m. În aceste condiţii, dacă unui manager i se propun două proiecte de investiţii, dintre care unul să asigure un câştig total (pentru simplificare, fie acesta egal cu suma dintre cheltuielile cu dobânzile şi profitul net) egal cu 1.200 u.m., în condiţii de cvasi-absenţă a riscului, şi un altul, extrem de riscant, de 2.000 u.m., acesta va lua o decizie absolut raţională în a-l prefera pe cel de-al doilea. Altfel, deşi proiectul nr. 1 este extrem de atractiv pentru un agent prudent, va fi generatorul unui

[46] Vezi, în acest sens, teoriile comportamentale ale companiei (Simon; Cyert şi March ş.a), precum şi teoria de agent (Williamson; Jensen & Meckling ş.a.).

[47] Pentru dezvoltări ale acestei teme, vezi Dragotă, Victor, *Politica de dividend*, Editura All Beck, Bucureşti, 2003 şi Dragotă, Victor, "Minority shareholders' protection in Romanian capital markets: evidence on dividends", *Euro-Mediterranean Economics and Finance Review*, Vol. 1, No. 1, January 2006, pp. 76-89, http://emefir.france-paris.org/emefir1.pdf

rezultat de numai 200 u.m., insuficient pentru managerul nostru (ce trebuie să obțină minimum 300 u.m. pentru a-şi menține funcția). În aceste condiții, monitorizarea activității unei companii îndatorate de către banca creditoare apare ca absolut necesară din punctul de vedere al acesteia.

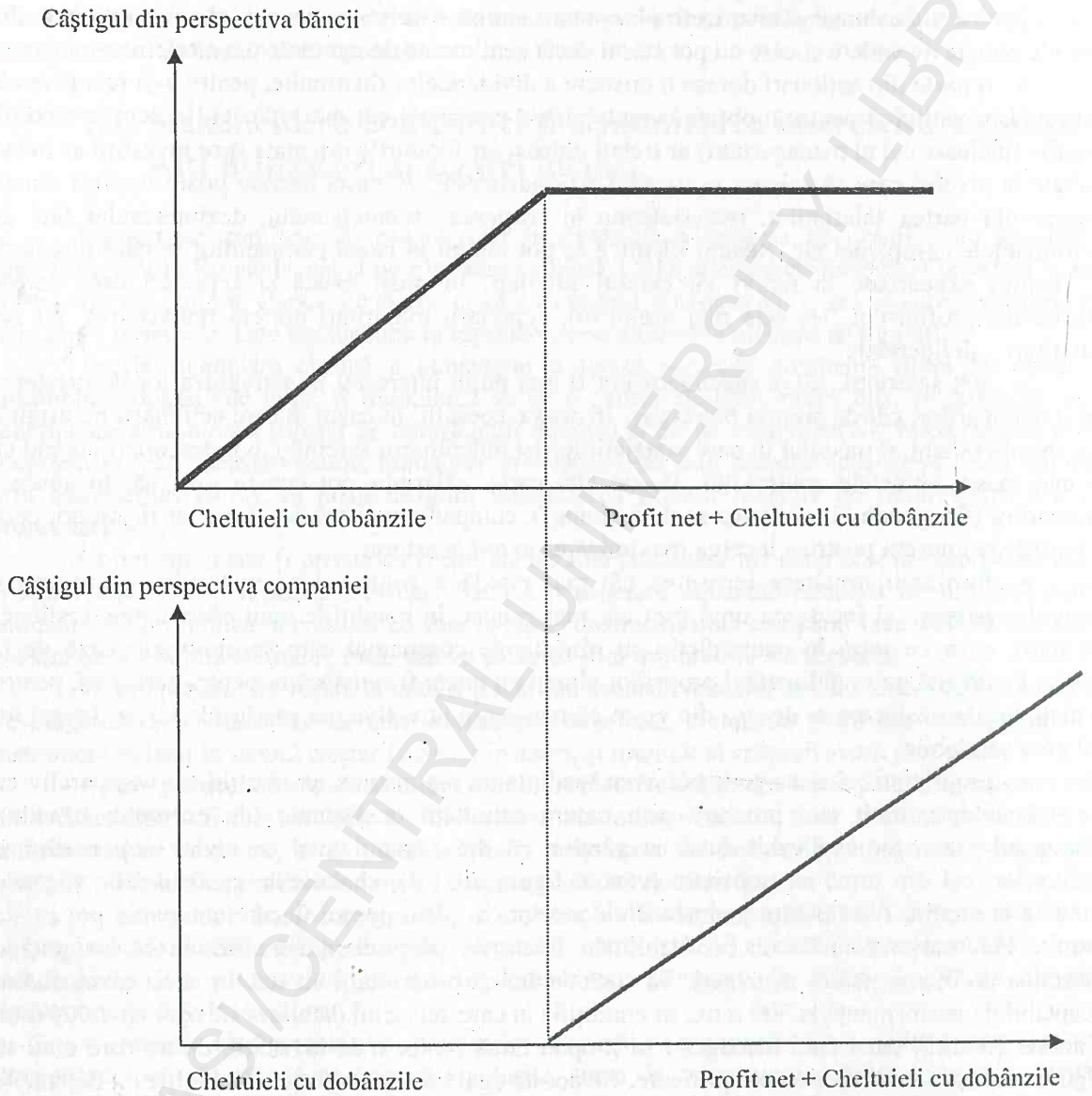


Figura 1.3. **Repartizarea sumei (profit net + cheltuieli cu dobânzile) între acționari şi creditori**

Din punct de vedere matematic, preferințele stakeholderilor pentru anumite obiective pot fi modelate prin funcțiile de utilitate. O funcție de utilitate constituie o funcție $U(x_1, x_2, \ldots, x_n)$, unde x_i, cu $i = 1, 2, \ldots, n$, reprezintă factorii ce generează o satisfacție (sau, după caz, o insatisfacție) agentului analizat. De exemplu, fie funcția:

$$U = \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \alpha_3 x_3,$$

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

unde:

α_i (i = 1, 2, 3) – coeficienți (subunitari pozitivi) de importanță acordați factorilor x_i respectivi.

Putem considera că această funcție caracterizează preferințele managerilor pentru trei factori, respectiv salariul (x_1), prestigiul social (x_2) și alte avantaje ce decurg din funcția pe care o ocupă[48] (x_3). Pentru a asigura comparabilitatea funcțiilor de utilitate, vom presupune că suma coeficienților α_i avuți în vedere este egală cu 1. Un manager preocupat numai de câștigurile bănești directe, sub forma salariului și a cotei de participare la profit a managerului, va fi caracterizat printr-o funcție de forma:

$$U = x_1,$$

în timp ce un altul, ce va încerca obținerea unor avantaje de ponderi aproximativ egale va fi caracterizat de o funcție de utilitate de forma:

$$U = 0,(3)x_1 + 0,(3)x_2 + 0,(3)x_3.$$

În cadrul fiecărei companii, în funcție de modul specific de organizare și de alte particularități, se manifestă un set de relații specifice între stakeholderi. Economia contemporană este caracterizată printr-un grad ridicat de diversitate a companiilor ce co-există, fiecare dintre acestea cu propriile avantaje sau dezavantaje. De exemplu, conform legislației din România[49], societățile comerciale pot fi organizate în cinci forme: în nume colectiv, în comandită simplă, pe acțiuni, în comandită pe acțiuni și cu răspundere limitată. O prezentare sumară a principalelor aspecte conectate cu acestea este realizată în cadrul 1.7.

Cadrul 1.7. Forme de organizare a societăților comerciale în România

1. Societatea în nume colectiv. Pentru acest tip de companie, „obligațiile sociale sunt garantate cu patrimoniul social și cu răspunderea nelimitată și solidară a tuturor asociaților"[50]. Din punct de vedere financiar, această prevedere poate avea implicații dure pentru asociați în condițiile în care activitatea necorespunzătoare a companiei și falimentul său pot duce la lichidarea întregului patrimoniu al acestora. Avantajele acestui tip de organizare sunt date de simplitatea procedurilor de constituire a societății, de dimensiunea mai redusă a capitalului inițial investit, precum și de o oarecare siguranță în ceea ce privește mobilitatea capitalului (imobilitatea acestuia apare în acest context ca fiind o calitate, întrucât părțile sociale nu pot fi achiziționate de concurenți ai companiei).

2. Societatea în comandită simplă. Un tip asemănător de societate îl constituie cea în comandită. Acest tip de organizare presupune existența a două categorii de asociați: comanditați și comanditari. Comanditarii participă la formarea capitalului inițial a companiei, primind în schimb părți sociale. Obligațiile sociale ale companiei sunt garantate cu patrimoniul social și cu răspunderea nelimitată și solidară a asociaților comanditați. Deci, comanditarii răspund numai până la concurența aportului lor. Din punctul de vedere al proprietarilor companiei, asociații comanditari, acest tip de organizare reprezintă un progres, întrucât riscurile sunt limitate la nivelul capitalului investit. Pe de altă parte, din punctul de vedere al asociaților comanditați, riscurile sunt semnificativ mai ridicate, similare asociaților societăților în nume colectiv.

[48] Exemplele devenite clasice de astfel de avantaje sunt legate de mașina personală, accesul la unități de cazare sau de alimentație de clasă înaltă, transportul aerian la *business class* etc. În sens larg, mai ales în contextul unor probleme de agent, ele se pot extinde la favoruri non-justificabile, prin care se reduce averea acționarilor (de exemplu, proiecte de investiții nerentabile sau sponsorizări de care beneficiază preponderent managerul, dar care diminuează averea potențială a acționarilor. Tot aici, vezi cazul societăților comerciale „căpușă" – societăți care supraviețuiesc în afara jocului economiei de piață, prin faptul că beneficiază de contracte mult mai avantajoase decât cele de pe piață).

[49] Legea nr. 31/1990, art. 2.

[50] *Idem.*

3. Societatea pe acțiuni. În cazul societăților comerciale pe acțiuni, proprietarii au numai obligația plății prețului acțiunilor lor. Acest tip de organizare este avantajos pentru proprietari întrucât aceştia nu sunt răspunzători în fața creditorilor în cazul unui faliment. În plus, în cazul în care se dorește procurarea de capitaluri suplimentare, cu respectarea unor cerințe privind nivelul de performanță, se pot emite obligațiuni. De asemenea, din nou în cazul respectării anumitor condiții stabilite de organele de supraveghere bursieră, companiile organizate în acest mod pot fi listate la bursa de valori, ceea ce poate asigura o mobilitate sporită a capitalurilor prin lichiditatea mai ridicată a titlurilor emise. Prin listare, companiile organizate în acest mod dobândesc şi o posibilitate mai facilă de procurare a unor capitaluri suplimentare, printr-o emisiune de noi acțiuni sau obligațiuni. Avantajul se poate transforma într-un dezavantaj pentru manageri în situația în care compania face obiectul unor tranzacții speculative la bursă, ce pot modifica raportul de forțe la nivelul conducerii acesteia.

4. Societatea în comandită pe acțiuni. Acest tip de organizare îmbină trăsăturile societății în comandită simplă cu cele ale societății pe acțiuni. Capitalul social este împărțit în acțiuni, iar obligațiile sociale sunt garantate cu patrimoniul social şi cu răspunderea nelimitată şi solidară a asociaților comanditați. Din acest punct de vedere, societatea pare cea mai sigură pentru creditorii săi.

5. Societatea cu răspundere limitată. Pentru acest tip de societate, nivelul riscului asumat de proprietari este redus la nivelul plății părților sociale, fiind foarte avantajos pentru companiile ce doresc crearea unei companii-fiice (filiale) ce nu își propune apelul la surse externe de capital. Un astfel de exemplu îl constituie crearea în România a unei companii organizate ca SRL, ca filială a unei companii-mamă, organizată sub formă de societate pe acțiuni şi listată la bursă, pe o altă piață de capital.

Unele dintre aspectele financiare cu care se confruntă societățile comerciale sunt prezente şi în activitatea desfăşurată de persoanele fizice autorizate (de multe ori, prescurtat, PFA). O persoană fizică autorizată este definită în legislația din România drept „persoana fizică autorizată să desfăşoare orice formă de activitate economică permisă de lege, folosind în principal forța sa de muncă”[51].

Companiile cu capital integral de stat reprezintă o prezență a zilelor noastre. În România, companiile cu capital de stat, acționând teoretic în sectoare strategice se numesc **regii autonome**[52]. Motivul invocat de susținătorii existenței acestora îl constituie protecția populației, care apare ca o potențială victimă în cazul în care anumite domenii ar deveni proprietate privată. Statul apare astfel pe scenă în calitate de „cavaler alb” şi salvează populația, prin intermediul societăților de stat, ce dețin în continuare monopolul, dar care au o politică de prețuri „echilibrată”. Realitatea poate fi cu totul alta. Alteori, se dorește menținerea unor monopoluri de stat, pentru rațiuni ce pot ține de considerente bugetare. Printre efectele negative pe care le generează prezența în economie a acestor companii se pot aminti:

- concurarea agenților economici mai mici, precum sunt cele mai multe dintre societățile cu capital privat, de o companie de dimensiuni incomparabil mai mari, care are în plus şi atuul unei influențe protectoare ridicate a statului;

[51] O.U.G. nr. 44 din 16 aprilie 2008 privind desfăşurarea activităților economice de către persoanele fizice autorizate, întreprinderile individuale şi întreprinderile familiale.

[52] Există numeroase exemple de regii autonome, care pot convinge cititorul de faptul că acestea acționează numai în sectoare strategice sau nu, după cum cititorul nostru este convins de necesitatea implicării statului în economie sau nu. Câteva exemple: Regia Autonomă (RA) a Gazelor Naturale „Romgaz” Mediaş, RA a Distribuției şi Exploatării Filmelor „România-Film”, RA „Administrația Fluvială a Dunării de Jos” – Galați, RA „Administrația Națională a Drumurilor din România”, RA „Administrația Patrimoniului Protocolului de Stat”, RA „Administrația Română a Serviciilor de Trafic Aerian” – ROMATSA, RA „Administrația Zonei Libere Curtici-Arad”, RA „Arsenalul Armatei”, RA „Autoritatea Aeronautică Civilă Română”, RA de Creație şi Producție Cinematografică „Cinerom”, RA „Editura Didactică şi Pedagogică”, RA „Inspectoratul General al Comunicațiilor” (IGC), RA „Monetăria Statului”, RA „Monitorul Oficial”, RA pentru Activități Nucleare Drobeta Turnu Severin, RA „Registrul Auto Român”, RA „Registrul Naval Român”, RA „Societatea Națională a Căilor Ferate Române”.

- protecţia asigurată acestor companii de stat, ceea ce le poate dicta un comportament economic hazardat în raport cu riscurile sau lipsit de responsabilitate în relaţiile cu partenerii de afaceri.

Analiza relaţiilor existente în cadrul unei companii ne confirmă că acestea sunt departe de o stare de armonie. Există, bineînţeles, şi obiective comune tuturor agenţilor, cum ar fi de exemplu, creşterea cifrei de afaceri, care avantajează pe toţi stakeholderii. Cu tot farmecul pe care îl prezenta compania în care toţi acţionează în consens pentru creşterea bunăstării acţionarilor, acest model este mult prea departe de realitate pentru a mai fi acceptat. Compania reprezintă un instrument prin care se poate asigura satisfacerea intereselor a numeroşi stakeholderi, dar nu fără o veritabilă „tocmeală", prezentă în întreaga istorie a acesteia. Uneori, sistemele generează grave probleme de agent.

Fiecare dintre companii este caracterizată printr-un set de caracteristici proprii, particulare. Ca atare, de cele mai multe ori, fiecare companie trebuie analizată într-un mod individual, iar încercările de generalizare nu sunt numai inutile, ci chiar periculoase, un set de măsuri ce a asigurat succesul companiei X putând uşor determina falimentul companiei Y. Henry Mintzberg identifica şapte structuri fundamentale organizaţionale ale companiei, care se pot întrepătrunde la nivelul unei societăţi comerciale: antreprenorială, mecanicistă, de tip holding, profesională, inovaţională, misionară şi politică[53]. Recomandăm cititorului interesat lucrările profesorului canadian ce tratează acest aspect, noi limitându-ne în cele ce urmează la amintirea anumitor elemente de bază legate de aceste structuri (vezi cadrul 1.8). Fiecare dintre aceste structuri fundamentale determină anumite particularităţi în managementul financiar al companiilor.

Cadrul 1.8. Structurile fundamentale organizaţionale ale companiei în viziunea lui Henry Mintzberg

Organizaţia antreprenorială constituie într-o definiţie simplă organizaţia constituită în jurul unui întreprinzător, toate activităţile fiind realizate pe baza deciziilor acestuia. Practic, întreprinzătorul – elementul cheie al acestui tip de organizaţie – cunoaşte toate aspectele relevante, exercită un control personal permanent şi elaborează strategia generală a companiei. Bineînţeles, există pericolul ca odată cu dispariţia acestui personaj cheie, şi organizaţia să dispară, ceea ce implică un nivel ridicat de vulnerabilitate al acesteia. Un butic de succes, devenit după un timp lanţ de magazine, cu filiale în numeroase oraşe, condus de fondatorul acestuia, constituie un exemplu al acestui tip de organizaţie.

Organizaţia mecanicistă constituie acel tip de organizaţie caracterizată printr-o birocraţie centralizată: procedurile sunt formalizate, munca este specializată, diviziunea muncii este dusă la extrem, ierarhiile sunt extrem de importante. Conducerea este asigurată prin mijloace de standardizare a muncii. De obicei, aceste organizaţii sunt de mari dimensiuni şi destul de vechi în raport cu momentul creaţiei lor. Controlul este dus la extrem în aceste organizaţii, dar de cele mai multe ori într-o manieră nediferenţiată („este important ca fiecare angajat să fie în companie la ora 7.30!"). Deşi eficace, sigură (într-un mediu stabil) şi cu o funcţionare precisă, obsesia pentru standardizare şi control poate conduce la grave probleme de ordin uman, fiecare individ fiind caracterizat printr-un anume nivel de aspiraţii şi de capacităţi specifice, dificil de satisfăcut într-un sistem de standarde uniforme. Pe lângă multitudinea de companii de acest tip (vezi, de exemplu, o companie producătoare de fontă), o aplicaţie a acestui tip de organizaţie o constituie chiar economia României în ansamblu, în perioada 1947-1989.

Un exemplu de *organizaţie de tip holding* îl constituie companiile-conglomerate multinaţionale. Compania de acest tip este condusă ca un portofoliu de investiţii în valori mobiliare. Diviziunile (filialele) acţionează de multe ori ca organizaţiile de tip mecanicist. O astfel de organizaţie o constituie Ferruzzi Group, cu sediul în Italia, alcătuită din aproape 500 de întreprinderi, din domenii precum producerea de

[53] Mintzgerg, Henry, *Le management. Voyage au centre des organisations*, Éditions d'Organisation, Paris, 1999 (traducere după ediţia în limba engleză din 1989).

mase plastice, medicamente, materiale de construcţii, industria alimentară, poligrafie, ferme agricole, transport naval, bănci şi asigurări etc.[54] Un alt exemplu îl reprezintă conglomeratele de tip *keiretsu* din Japonia şi *chobol* din Coreea de Sud.

Organizaţia profesională constituie acel tip de organizaţie ce cuprinde numeroşi profesionişti, ce acţionează în mod independent, dar care respectă un sistem de norme general valabile, respectate de toţi membrii. Exemple de acest tip sunt, pe lângă organizaţii de tip clasic (de exemplu, Uniunea Naţională a Evaluatorilor Autorizaţi din România – ANEVAR, cuprinzând majoritatea evaluatorilor din România), şi diferite instituţii, precum cele din învăţământ sau din sectorul sanitar. Ceea ce îi leagă pe aceşti profesionişti este respectarea unui set de valori comune, ce devin, de multe ori, odată cu trecerea timpului, standarde. Este evident că un evaluator imobiliar, un profesor sau un medic nu vor acţiona identic într-o situaţie dată, însă ei vor încerca respectarea unor standarde minimale, acceptate de toţi[55]. Pentru a se asigura funcţionalitatea acestui tip de organizaţii, este necesară introducerea unui sistem de ierarhizare a competenţelor. Spre exemplu, în învăţământul superior românesc, cadrele didactice sunt calificate cu diferite titluri, pentru a-şi marca gradul de competenţă (de exemplu: profesor, conferenţiar, lector, asistent; doctor/doctorand etc.), pentru obţinerea acestora fiind necesară îndeplinirea anumitor condiţii. În principiu, obţinerea unui titlu certifică o valoare mai ridicată în raport cu un alt profesionist, care nu posedă acest titlu, oferindu-i celui dintâi o recunoaştere a opiniilor, ca fiind mai pertinente. Principalul avantaj al acestor organizaţii îl constituie gradul semnificativ de democraţie, extrem de prielnică dezvoltării de competenţe, în final cea mai importantă restricţie asupra propriilor acte fiind dată de propria conştiinţă. Cu toate acestea, ca şi în sistemele democratice, există pericolul deplasării spre obscuritate în cazul în care sistemul de ierarhizare nu mai funcţionează: în cazul în care la conducere ajung persoane cu înclinaţii oportuniste sau, pur şi simplu, incompetente, viitorul acestei organizaţii este pus serios sub semnul întrebării.

Organizaţia inovaţională constituie un tip de organizaţie caracteristic sectoarelor tinere, în expansiune. Acestea se constituie ca „adhocraţii", pentru a prelua termenul lui Mintzberg, combinând un mare grad de democraţie, cu un mic grad de birocraţie, pentru a oferi permanent soluţii la mediul actual, în permanentă schimbare. Un exemplu pentru acest tip de organizaţie îl reprezintă un institut de cercetări finanţat din resurse financiare proprii.

Organizaţia de tip misionar tipică o constituie Biserica de tip iudaic, creştin sau islamic. Elemente ale acesteia se întâlnesc însă în orice organizaţii. Elementele cheie ale sale sunt: un sistem bogat de valori şi de credinţe caracteristice întregii organizaţii, preocuparea pentru menţinerea acestora prin menţinerea unei culturi organizaţionale specifice, prin socializarea membrilor, precum şi prin convertirea unor noi membri. În domeniul economic, pe lângă aceste biserici, care acţionează ca agenţi economici, există şi companii care pornesc de la premisa „convertirii" clienţilor, prin diferite sisteme de bonificare, prin crearea unui sentiment de apartenenţă la grup etc.

Organizaţia politică se întâlneşte în orice tip de organizaţie. Ea se exprimă prin diferite jocuri politice, care coexistă, uneori se confruntă, sau se substituie sistemelor legitime de conducere. Cuvântul cheie îl constituie oportunismul, propriul interes. De exemplu, pentru o anumită companie poate fi preferabil să convingă un grup suficient de numeros de parlamentari pentru a promulga o lege prin care statul să cumpere produsele acestei companii la un preţ avantajos, decât să se concentreze asupra unor aspecte precum creşterea calităţii, reducerea costurilor etc.

Revenind la elementele de conflict potenţial ce există între stakeholderii companiei, merită amintite principalele curente de opinie cu privire la relaţia dintre individ şi organizaţia din care face parte. După Allaire şi Fîrşirotu[56], aceste concepţii pot fi structurate în două mari grupuri, respectiv

[54] Nicolescu, Ovidiu; Verboncu, Ion, *Management şi eficienţă*, Editura Nora, Bucureşti, 1994, p. 98.

[55] Spre exemplu, doi medici vor putea prescrie un tratament diferit pentru acelaşi caz concret, iar două spitale private pot avea strategii de marketing diferite, dar, măcar ca principiu, nu vor încălca normele privind sterilizarea aparaturii medicale.

[56] Allaire, Yvan; Fîrşirotu, Mihaela, *Management strategic. Strategiile succesului în afaceri*, Editura Economică, Bucureşti, 1998 (varianta în limba franceză publicată în 1993).

„economiste" şi „umaniste". Cele din prima categorie postulează concurenţa dintre indivizi, dorinţa acestora de a-şi maximiza (prin orice mijloace) funcţia specifică de utilitate, şi nu au deloc în vedere elementele de apartenenţă la grup. Concepţiile „umaniste" afirmă că apariţia primei concepţii nu reprezintă decât rezultatul eşecului modelării unei organizaţii care să mobilizeze solidaritatea, cooperarea, loialitatea etc. Nu trebuie uitat că exact concepţii de acest tip „umanist" au afirmat ideea de „om nou" şi alte utopii similare. Vom prezenta succint câteva dintre elementele definitorii ale celor două concepţii în tabelul 1.1.

Tabelul 1.1

O scurtă comparaţie între concepţia „economistă" şi cea „umanistă" în ceea ce priveşte relaţiile dintre individ şi entitatea cu care se află în relaţie

Concepţia „economistă"	Concepţia „umanistă"
Individul, prin abilităţile sale, este o resursă strategică, a cărei valoare netă pentru companie trebuie optimizată (în general, maximizată)	Individul, prin participarea sa la organizaţie, caută să-şi satisfacă nevoile de apartenenţă, de securitate economică, de control al destinului şi de realizare de sine
Individul este supus la puternice limitări cognitive (în engleză, *bounded rationality*), care restrâng capacitatea sa analitică în situaţii complexe şi în luarea de decizii	Individul, prin pregătire intensă şi pasiune pentru o activitate, dezvoltă hărţi cognitive şi scheme mentale care îi dau flexibilitate, precum şi capacitate de adaptare şi previziune
Individul este preocupat în mod fundamental de urmărirea interesului personal, de maximizarea propriei funcţii de utilitate. În absenţa unor contra-măsuri, comportamentele oportuniste sunt mai curând normale, decât simple excepţii	Individul este capabil şi chiar dornic de angajament necalculat în funcţionarea sa în mediu social şi organizaţional. Manifestarea unui climat de oportunism şi calcule interesate în sânul organizaţiei este manifestarea unor carenţe de conducere şi de incompetenţă administrativă
Individul nu va ezita să-şi maximizeze interesul, chiar dacă este conştient că în cazul în care toţi ceilalţi agenţi vor proceda la fel, rezultatul global va fi catastrofal. Individul va căuta să trişeze şi să beneficieze de munca altora, precum şi de respectul lor pentru regulile şi valorile organizaţiei (în engleză, *free rider problem*). Dacă aceste comportamente se multiplică fără contra-măsuri, organizaţia va deveni un sistem neguvernabil de relaţii interesate şi de calcule oportuniste	Individul doreşte să facă parte dintr-o organizaţie ale cărei interese să fie convergente pe termen lung cu interesele sale. Socializarea la sistemul de valori al organizaţiei îi insuflă preocuparea pentru bunăstarea ansamblului şi îl incită să-şi controleze tendinţele oportuniste proprii, precum şi pe cele ale colegilor săi
Relaţia mandant-mandatar presupune costuri pentru stabilirea unei simetrii informaţionale şi controlul riscurilor de comportament contrare interesului mandantului	Într-o organizaţie bazată pe cunoştinţele şi experienţa cu care contribuie fiecare, relaţiile mandant-mandatar sunt inexistente. Ele sunt înlocuite de relaţii de parteneriat şi de asociere între membrii organizaţiei
Individul este, prin natura sa, călăuzit de nevoia de putere şi de cucerire. Relaţiile sale cu alţi membri ai organizaţiei sunt impregnate de rivalitate şi de tendinţe de dominare	Individul, pus în situaţia de a avea relaţii continue, reuşeşte să înţeleagă că strategia optimă în raporturile sale cu ceilalţi membri ai organizaţiei este cooperarea

Sursa: Allaire, Yvan; Firşirotu, Mihaela, *Management strategic. Strategiile succesului în afaceri*, Editura Economică, Bucureşti, 1998 (varianta în limba franceză publicată în 1993), p. 409.

Fără îndoială că fiecare dintre cele două concepții conține partea sa de adevăr și că germeni ai fiecăreia există în fiecare organizație. Este foarte important de realizat demarcația dintre aceste aspecte, cu aplicabilitate directă la nivelul managementului financiar al companiei, pentru a constata care dintre aceste idei pot fi aplicabile și care nu.

Având în vedere toate acestea, se poate considera că fiecare dintre stakeholderii care se află într-o relație cu compania poate fi interesat de noțiuni de management financiar. Unele dintre aspectele redate în prezenta lucrare pot fi înțelese în sensul unui adevăr general valabil: de exemplu o creștere a nivelului cifrei de afaceri poate fi interpretată ca un aspect favorabil nu numai de acționari și manageri, dar și de salariați, creditori, furnizori, clienți etc. În alte cazuri, abordările sunt diferite: este poate firesc ca managerul să pună accentul pe o maximizare a rentabilității companiei, în timp ce un creditor – pe minimizarea riscurilor. Aceste idei pot fi folosite atât în sens pozitiv, pentru a insista pe realizarea obiectivelor comune, cât și în sens negativ (pentru a preîntâmpina anumite efecte adverse). Pentru toate acestea, este însă necesară și colectarea unui volum ridicat de informații.

1.3. Provocare

Pentru a încheia acest capitol introductiv într-un spirit mobilizator, imaginați-vă că tocmai vi s-a oferit postul mult dorit de manager financiar la o companie multinațională cu un capital semnificativ și cu numeroși economiști în subordine. Salariul este compensator pentru efortul depus și pentru cunoștințele pe care se presupune că le posedați și vă determină să doriți să vă păstrați postul. La dumneavoastră se adună practic toate problemele. Așadar, cum rezolvați câteva probleme pe care vi le pun cei din jur:

- De ce să apelăm la un colectiv de evaluatori pentru a identifica valoarea de piață a companiei în perspectiva emisiunii unor acțiuni pe piața bursieră din Londra? Putem și noi să o facem!
- Cash flow-ul disponibil pentru creditori a înregistrat din nou o valoare negativă! Ce decizie luăm?
- Ce metodă de gestiune a stocurilor utilizăm? Domnul profesor Icsulescu ne oferă un program pe calculator...
- Cine face previziunea trezoreriei luna aceasta? Eu m-am săturat să muncesc fără să fiu plătit în plus pentru această activitate, ne-normată!
- Cumpărăm acțiuni emise de compania concurentă?
- Cursul bursier a scăzut! Ce ne facem?
- Propun ca în loc de salarizarea pe obiective să plătim pe fiecare după cât timp a lucrat! Nu este normal ca un om să muncească efectiv 4 ore pe zi și să câștige mai mult decât unul care muncește 8 ore!
- Distribuim dividende anul acesta? Dacă da, cât?
- În relațiile cu compania Soul & System realizăm contractul în lei sau în dolari?
- Fondul de rulment este 14 miliarde de lei... Luăm un credit pe termen lung?
- Cum te poți compara tu cu fostul nostru șef? Doar ne trimiți e-mail-uri cu obiective idioate! El mă suna în fiecare săptămână să mă întrebe ce mai fac!
- Furnizorii uneia dintre materiile prime ne-a trimis o amenințare cu citarea la tribunal dacă nu-i plătim factura de acum două săptămâni!
- Ne mai permitem să ne îndatorăm? Cât?
- Pentru finanțarea noii uzine emitem acțiuni sau obligațiuni? Sau luăm și credit de la bancă?
- Rata de rentabilitate financiară de 6% în termeni reali este corespunzătoare?

Unele dintre probleme sunt reale[57], altele nu, unele sunt urgente, altele nu. Ceea ce ne propunem pe parcursul paginilor ce urmează este familiarizarea dumneavoastră cu o serie de concepte de bază şi încercarea de a vă pregăti să puteţi răspunde în condiţiile propriei companii la aceste întrebări şi la multe altele.

Referinţe bibliografice

Akerlof, George, "The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, August 1970

Allaire, Yvan; Fîrşirotu, Mihaela, *Management strategic. Strategiile succesului în afaceri*, Editura Economică, Bucureşti, 1998 (varianta în limba franceză publicată în 1993)

Bellalah, Mondher, *Gestion Financière. Diagnostic, évaluation et choix des investissements*, Economica, Paris, 1998

Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack, *Valuation. Measuring and Managing the Value of the Companies*, Second Edition, John Willey & Sons, Inc., 1996

Cyert, Richard M.; March, James G., *A Behavioural Theory of the Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1963

Dragotă, Victor, *Evaluarea acţiunilor societăţilor comerciale*, Coediţie Editura Economică şi Editura IROVAL, Bucureşti, 2006

Dragotă, Victor, "Minority shareholders' protection in Romanian capital markets: evidence on dividends", *Euro-Mediterranean Economics and Finance Review*, Vol. 1, No. 1, January 2006, pp. 76-89, http://emefir.france-paris.org/emefir1.pdf

Dragotă, Victor, *Politica de dividend*, Editura All Beck, Bucureşti, 2003

Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Ţâţu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racşa, Anda, *Abordări practice în finanţele firmei*, Editura IRECSON, Bucureşti, 2005

Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Obreja Braşoveanu, Laura; Stoian, Andreea; Lipară, Carmen; Cetean, Elena, *Pieţe şi sisteme financiare*, Editura ASE, Bucureşti, 2008

Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Dămian, Oana-Alexandra; Stoian, Andreea; Mitrică, Eugen; Lăcătuş, Carmen Maria; Manaţe, Daniel; Ţâţu, Lucian; Hândoreanu, Cătălina Adriana, *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, ediţia a doua, Editura Economică, Bucureşti, 2009

Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediţia a II-a, Editura Economică, Bucureşti, 2002

Fama, Eugene, "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, May 1970

Fama, Eugene, "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, 49, 1998, pp. 283-306

Fama, Eugene; Fisher, Lawrence; Jensen, Michael; Roll, Richard, "The Adjustment of Stock Prices to New Information", report 6705/January 1967, University of Chicago

Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan, *Financial Markets and Corporate Strategy*, Irwin McGraw-Hill, 1998

Jensen, Michael; Meckling, William, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360

Loderer, Claudio F.; Roth, Lukas; Waelchli, Urs; Joerg, Petra, "Shareholder Value: Principles, Declarations, and Actions", *Financial Management*, Vol. 39, No. 1, Spring 2010, pp. 5-32(28)

Mintzberg, Henry, *Le management. Voyage au centre des organisations*, Éditions d'Organisation, Paris, 1999 (traducere după ediţia în limba engleză din 1989)

Modigliani, Franco; Miller, Merton, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. XLVIII, No. 3, June 1958

Nicolescu, Ovidiu; Verboncu, Ion, *Management*, Editura Economică, Bucureşti, 1997

[57] Printre problemele enumerate au fost incluse, intenţionat şi unele care nu depind deloc de managerul financiar, sau care sunt enunţate eronat. Cu toţii ştim că ele apar frecvent şi în viaţa reală a unei companii şi nu numai.

Nicolescu, Ovidiu; Verboncu, Ion, *Management şi eficienţă,* Editura Nora, Bucureşti, 1994
Obreja Braşoveanu, Laura (coordonator); Dragotă, Victor; Dragotă, Ingrid-Mihaela; Semenescu, Andreea; Stoian, Andreea; Hândoreanu, Cătălina; Mitroi, Adrian; Morar Triandafil, Cristina, *Piaţa de capital,* Editura ASE, Bucureşti, 2011
Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, Irwin/McGraw-Hill, 2008
Shiller, Robert J., *Market Volatility,* Fifth printing, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 1997
Simon, Herbert A., "A Behavioural Model of Rational Choice", *Quarterly Journal of Economics*, 1955
Soros, George, *The Alchemy of Finance*, Simon & Schuster, New York, 1987
Spronk, Jaap, "Advances in multidimensional portfolio management", *45th EWGFM*, Chania, 2009
Stan, Sorin; Anghel, Ion (coordonatori), *Evaluarea întreprinderii*, ediţia a III-a, Coediţie Editura IROVAL şi Editura INVEL MULTIMEDIA, Bucureşti, 2007
Stancu, Ion, *Finanţe,* ediţia a treia, Editura Economică, Bucureşti, 2002
Ţâţu, Lucian şi colectiv, *Fiscalitate. De la lege la practică*, ediţia a şaptea, Editura C.H. Beck, Bucureşti, 2010
Williamson, Oliver E., "Managerial Discretion and Business Behaviour", *American Economic Review*, 1963
Williamson, Oliver E., *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press, Inc., 1996
Zaher, Tarek S.; Hassan, M. Kabir, "A Comparative Literature Survey of Islamic Finance and Banking", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 10, No. 4, November 2001, pp. 155-199
Standardele Internaţionale de Evaluare, ediţia a şaptea, 2005

Lecturi ulterioare

Akerlof, George, "The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, August 1970
Allaire, Yvan; Fîrşirotu, Mihaela, *Management strategic. Strategiile succesului în afaceri*, Editura Economică, Bucureşti, 1998, pp. 385-446
Fama, Eugene, "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", *Journal of Financial Economics,* 49, 1998, pp. 283-306
Jensen, Michael; Meckling, William, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360
Mintzberg, Henry, *Le management. Voyage au centre des organisations*, Éditions d'Organisation, Paris, 1999 (traducere după ediţia în limba engleză din 1989)
Taleb, Nassim Nicholas, *Lebăda neagră: impactul foarte puţin probabilului*, trad.: Viorel Zaicu, ediţia a doua, revizuită, Curtea Veche Publishing, Bucureşti, 2009

Verificaţi-vă cunoştinţele!

- Care este obiectivul fundamental al managementului întreprinderii din perspectivă financiară?
- Care sunt obiectivele managementului financiar?
- Care sunt cele trei abordări în evaluarea întreprinderilor?
- Care abordare în evaluarea întreprinderilor este cea mai adecvată reflectării perspectivei proprietarilor asupra propriei averi investite?
- Ce constituie o piaţă financiară eficientă?
- Care este obiectivul fundamental declarat al managementului financiar al companiei în viziunea majorităţii practicienilor Şcolii americane?
- Care sunt asemănările şi deosebirile principale între sistemele financiare anglo-saxon, continental european, japonez şi islamic?

- Definiți termenul de stakeholder. Oferiți exemple de stakeholderi pentru diferite companii pe care le cunoașteți.
- Ce reprezintă asimetria de informații?
- Ce reprezintă un agent economic rațional?
- În ce constă hazardul moral?
- În ce constă riscul de selecție adversă?
- Oferiți un exemplu de proces de selecție adversă.
- Care sunt principalele diferențe dintre indicatorii „cash flow" și „profit net" din perspectiva reflectării de către aceștia a fluxurilor bănești ale firmei?
- Enumerați cinci operațiuni generatoare de intrări de numerar și cinci operațiuni de ieșiri de numerar!
- Metodele de evaluare bursieră sunt aplicabile pe o piață de capital ineficientă din punct de vedere informațional? Explicați.

Probleme și studii de caz

1.1. Analizați situația circuitului informațiilor la nivelul companiei în care lucrați (sau al unei companii pe care o cunoașteți foarte bine). Identificați punctele forte, punctele slabe, riscurile și oportunitățile din perspectiva facilității transmiterii informațiilor către manageri!

1.2. Identificați diferite structuri organizaționale pe cazul diferitelor companii românești ce acționează în mediul dumneavoastră. Analizați elementele caracteristice acestora.

1.3. Identificați, pe cazul concret al companiei unde lucrați, diferite tipuri de relații între stakeholderi.

1.4. Pe baza lucrării lui H. Mintzberg, recomandată mai sus, asigurați „portretul" unei companii în care să predomine o anumită structură organizațională.

1.5. Analizați, pe cazul unei companii românești privatizate (aflate în perspectiva privatizării) diferiții factori ce pot îngreuna procesul, datorită dorinței de rezistență la schimbare a anumitor stakeholderi.

1.6. Ce sumă veți deține după un an în cazul în care depuneți 100.000 RON la o rată a dobânzii de 10% anual?

1.7. Ce sumă veți deține după un an în cazul în care depuneți 100.000 RON la o rată a dobânzii de 10% anual, cu plata dobânzii semestrial, în regim de dobândă compusă?

1.8. Considerând o rată de actualizare egală cu 10%, care va fi valoarea actuală a unei sume care se va încasa peste un an, egală cu 100.000 RON?

1.9. Considerând o rată de actualizare egală cu 10%, care va fi valoarea actuală a unei sume care se va încasa peste 10 ani, egală cu 100.000 RON?

1.10. Calculați valoarea actuală a unei sume egale cu 123.321 RON, care se va încasa peste un an, trei luni și patru zile, în condițiile în care rata anuală de actualizare este egală cu 10%.

1.11. Calculați valoarea actuală a unei sume egale cu 100.000 RON peste un an, actualizată în timp continuu la o rată instantanee egală cu 10%.

1.12. Care este rata de remunerare a unei investiții, necesară pentru a obține, din fructificarea unei sume de 100.000 RON o sumă dublă, în 10 ani?

1.13. Care este perioada în care o sumă investită astăzi își va dubla valoarea, în condițiile investirii la o rată de remunerare de 5%, în regim de dobândă compusă?

1.14. Care este perioada în care o sumă investită astăzi își va dubla valoarea, în condițiile investirii la o rată de remunerare de 5%, în regim de dobândă instantanee?

BCU ALEXANDRU IOAN CUZA UNIVERSITY LIBRARY

1.15. La acest moment, v-ați decis să cumpărați un autoturism. Aveți de ales între două variante, duratele de viață estimate ale celor două autoturisme fiind egale, de 5 ani. Prima variantă este un autoturism care costă 20.000 EUR, precum și cheltuieli de întreținere și funcționare de 1.000 EUR pe an. Cel de al doilea autoturism costă numai 15.000 EUR, dar presupune cheltuieli de întreținere și funcționare anuale egale cu 2.000 EUR. Ce variantă considerați a fi optimă din perspectiva costurilor?

1.16. Aveți de plătit un impozit în sumă de 1.000 MDL. Statul oferă o reducere de 1% dacă suma este plătită în primele trei luni ale anului. În cazul în care puteți fructifica resursele financiare la o rată de rentabilitate de 3% anual, când merită să plătiți impozitul din punct de vedere financiar? Dar dacă nu aveți posibilitatea fructificării sumei?

Soluții

1.1. Practic, se va urmări care sunt informațiile necesare managerului și care sunt canalele de transmisie ale acestora. Printre problemele potențiale pe care le puteți identifica se află: „rupturi" în circuitul informațional, abundența de informații inutile sau puțin utile (care pot prejudicia actul managerial prin blocarea timpului managerului), generarea de rapoarte informative redundante etc.

1.6. 110.000 RON.

1.7. Rata dobânzii semestriale va fi egală cu: $\frac{10\%}{2} = 5\%$. Suma la finele primului semestru va fi egală cu 105.000 RON. Această sumă, fructificată pe următoarele 6 luni va duce la o sumă finală egală cu 110.250 RON.

1.11. $V_0 = \frac{V_1}{e^{rt}} = \frac{100.000}{e^{0,1}} = 90.484$ RON.

1.13. $t = \frac{ln\,2}{ln(1,05)} = \frac{0,6931}{0,0487} = 14,2$ ani.

1.14. $t = \frac{ln\,2}{r} = \frac{0,6931}{0,05} = 13,862$ ani.

1.15. Din perspectiva costurilor totale (cost inițial + 5 ani de suportare a costurilor de întreținere și funcționare), investitorul ar fi indiferent între cele două opțiuni – are de suportat 25.000 EUR. Dacă se ține cont de valoarea în timp a banilor și de faptul că rata de actualizare este considerată pozitivă, cumpărarea celui de-al doilea autoturism va fi preferabilă din perspectiva costurilor.

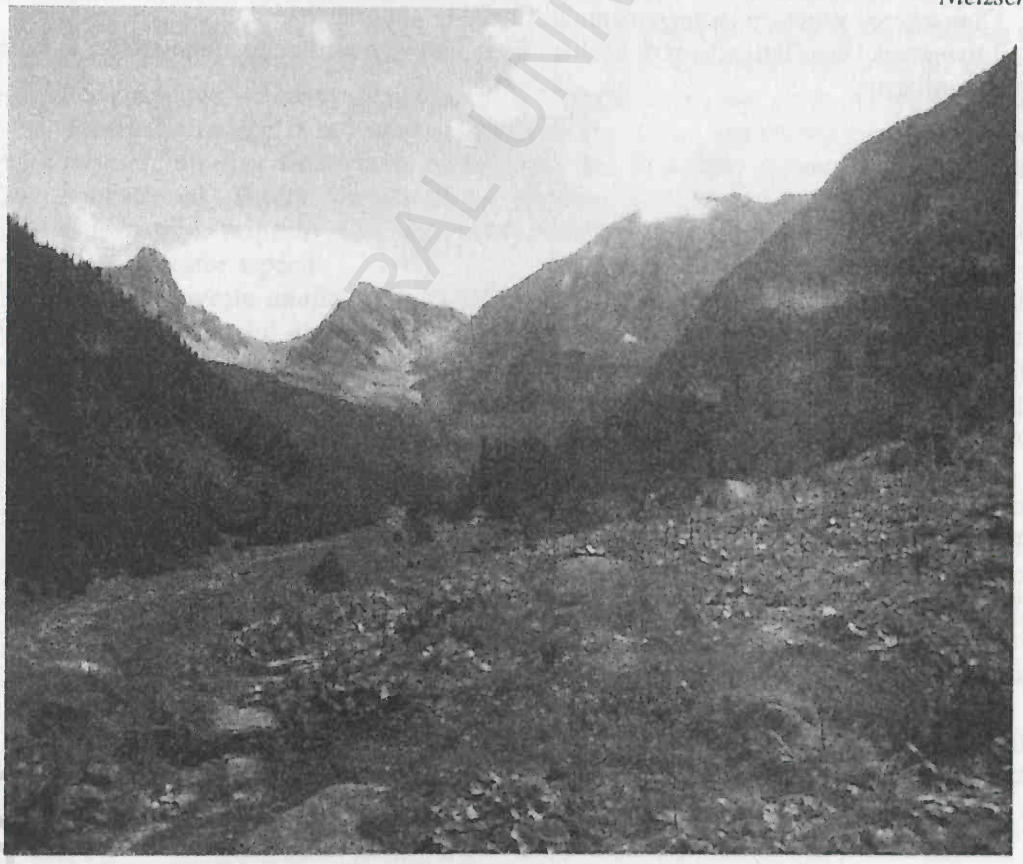
1.16. Plata impozitelor poate fi justificată prin rațiuni de natură civică. Pe de altă parte, din perspectivă financiară, trebuie să se țină cont de costul de oportunitate asociat diferitelor decizii financiare. Astfel, cât timp suma poate fi fructificată la orice rată de rentabilitate, merită analizată oportunitatea plății impozitului în avans. În cazul în care suma nu ar putea fi fructificată, plata în avans este rațională, pentru că se beneficiază de o reducere de 10 MDL (1% · 1.000 MDL). Rata anuală de rentabilitate de 3% este echivalentă unei rate trimestriale de 0,75%. Cu alte cuvinte, nu se poate obține o sumă mai mare decât reducerea oferită de stat. Decizia optimă din punct de vedere financiar este însă de a depune banii pentru exact 3 luni fără o zi și de a plăti în ultima zi înainte de anularea facilității.

Capitolul 2

Bazele managementului financiar al companiilor

A explica ceva necunoscut prin ceva cunoscut ne uşurează, ne liniştește, ne dă satisfacție şi ne mai dă în afară de asta o senzație de putere. Împreună cu necunoscutul e dată şi primejdia, neliniştea, grija – primul instinct se orientează spre înlăturarea acestor neplăcute stări. Cel dintâi principiu: o explicație oarecare e mai bună decât niciuna. [...] Aşadar, se caută drept cauză nu doar un soi de explicații, ci un fel selecționat şi privilegiat de explicații, acelea unde senzația de străin, nou, nemaitrăit a fost înlăturată cel mai rapid, cel mai frecvent – explicațiile cele mai banale. Urmarea: precumpăneşte din ce în ce mai mult un anume mod de statornicire a cauzelor, se concentrează într-un sistem şi în cele din urmă apare ca dominant, adică excluzând pur şi simplu alte cauze.

Nietzsche



După parcurgerea acestui capitol, sperăm că veți avea o viziune asupra modalității optime de abordare a managementului financiar.

Presupunem că visul dumneavoastră de a deveni manager financiar al unei companii se adevereşte. Sunteți numit managerul financiar al uneia dintre cele mai apreciate societăți comerciale specializate în domeniul îmbutelierii de ape minerale din România. În această postură, veți lansa o serie de decizii cu impact de natură strategică sau vă veți concentra pentru început asupra problemelor operaționale?

Abilităţi dobândite în urma citirii acestui capitol:

- Înțelegerea mecanismului de abordare a actului managerial în domeniul financiar;
- Înțelegerea necesității analizei SWOT;
- Cunoaşterea structurii managementului financiar al companiei;
- Înțelegerea necesității adaptării analizei financiare şi a setului de recomandări în funcție de utilizator.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

2.1. O primă viziune asupra deciziilor manageriale în domeniul financiar

Din punct de vedere practic, în general, un manager financiar are de aplicat aceleaşi principii de acţiune ce caracterizează activitatea oricărui manager, subordonate însă obiectivelor deja enunţate în capitolul 1. Din perspectiva specifică managementului financiar, există trei aspecte fundamentale ce trebuie avute în vedere, reamintite de noi în cadrul 2.1.

Cadrul 2.1. Trei întrebări fundamentale pentru dumneavoastră!

În calitate de manageri financiari ai companiei trebuie să răspundem la trei întrebări fundamentale:
1. Ce investiţii trebuie să realizăm (în engleză, acest proces este denumit *capital budgeting*)?
2. De unde să procurăm resursele financiare pentru a ne finanţa cheltuielile de capital (cu alte cuvinte, care este structura financiară pe care contez – *capital structure* în engleză)?
3. Cum vom gestiona trezoreria companiei în concordanţă cu managementul activelor pe termen scurt (managementul capitalului de lucru – în engleză, *net working capital*)?
(după Ross, Westerfield şi Jaffe, 1999[1])

În fapt, primele două întrebări abordează principalele aspecte de natură strategică la nivelul managementului financiar al întreprinderii, respectiv deciziile de investiţii şi de finanţare, în timp ce cea de a treia întrebare răspunde la cea mai presantă problemă de natură operaţională cu care se confruntă acesta. După cum vom constata împreună, acestea reprezintă numai vârful icebergului. Pentru a putea răspunde la aceste întrebări, este necesară o abordare mult mai profundă. În linii mari, însă, aceasta se reduce la trei mari categorii de probleme, sau de sub-domenii ale managementului financiar: **analiza financiară**, **managementul financiar strategic** şi **managementul financiar operaţional**. Pentru fiecare dintre acestea, prezenta lucrare va aloca un număr semnificativ de pagini, respectiv câte un volum. Pentru moment însă, vom face doar o trecere rapidă în revistă a acestor aspecte.

În ceea ce priveşte *analiza financiară* sau *diagnosticul financiar al întreprinderii*, ca o componentă a diagnosticului global al întreprinderii, aceasta îşi propune identificarea punctelor forte, a punctelor slabe, a oportunităţilor şi a ameninţărilor la care este supusă compania. Cunoaşterea fiecăruia dintre aceste aspecte determină luarea de decizii cu impact în managementul financiar al companiei. Un bun manager este obligat să ia contact cu aceste realităţi de la nivelul companiei pe care o conduce. Astfel:

- **Punctele forte trebuie menţinute sau chiar îmbunătăţite.** Este o decizie destul de riscantă să modifici aceste puncte forte. De exemplu, o companie caracterizată prin preţuri mici (şi costuri mici) riscă atunci când decide o campanie de îmbunătăţire a calităţii produselor sau serviciilor oferite, pentru că această decizie implică în mod natural o creştere de costuri şi, respectiv, o creştere de preţuri[2]. Mult mai puţin riscantă ar putea fi o decizie de extindere într-o altă zonă, preferabil cu o populaţie cu venituri mai reduse. Şi mai trist este cazul în care managerul ignoră aceste puncte forte şi nu acţionează deloc în ceea ce le priveşte.
- **Punctele slabe trebuie ameliorate sau, în măsura posibilităţilor, chiar eliminate.** Pentru unii dintre noi, este poate mai comod să identificăm aceste puncte slabe, care se manifestă ca probleme ce solicită rezolvare, mult mai presante decât punctele forte ce aşteaptă să fie

[1] Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, Eighth Edition, McGraw-Hill, 1999, p. 4.
[2] Cu siguranţă că problema este mult mai complicată şi trebuie judecată cu atenţie. Acesta este cazul majorităţii exemplelor din acest capitol.

valorificate mai judicios. Lista unor astfel de probleme poate fi teoretic infinită: costuri prea ridicate, risipă de materii prime, salarii nejustificate (fie în plus, fie în minus!), dezechilibru financiar pe termen lung sau pe termen scurt, control ineficient etc. Ceea ce este sigur este că neglijarea acestor aspecte poate determina exacerbarea lor în viitor. Este posibil ca în anumite situații managerul să fie obligat să realizeze un relativ arbitraj între alocarea de resurse pentru întărirea punctelor forte și ameliorarea punctelor slabe, care trebuie judecat cât mai atent.

- **Oportunitățile pot fi valorificate.** Cunoașterea lor poate determina decizii care să ducă la creșterea valorii de piață a companiilor. De exemplu, facilități fiscale în anumite regiuni sau în anumite sectoare se pot constitui ca determinanți ai unor investiții în aceste regiuni sau sectoare de activitate. Totodată, de exemplu, poate fi mai eficient ca unitățile de producție să fie plasate în zone în care forța de muncă este mai ieftină, în timp ce punctele de vânzare să fie amplasate în zone în care venitul mediu pe locuitor este mai ridicat.
- **Trebuie realizată o acoperire cât mai consistentă împotriva riscurilor.** De exemplu, dacă o companie are un unic furnizor sau un unic client, este expusă, pe lângă riscurile specifice afacerii, și la toate riscurile acestui partener de afaceri. O diversificare a portofoliului de furnizori sau de clienți (dacă este posibil) sau chiar o diversificare a portofoliului de afaceri (vezi cazul organizațiilor de tip holding, la care am făcut referire în capitolul 1) reprezintă soluții la această problemă.

Toate aceste aspecte vor fi obiectul nostru de studiu în acest volum, motiv pentru care încheiem prezentarea aici. Momentan, insistăm asupra ideii ca în fiecare analiză efectuată să se încerce identificarea acestor puncte forte și/sau slabe, a oportunităților și riscurilor pe componenta respectivă de analiză. Ca observație, din perspectiva cititorului, poziționarea celor opt capitole de analiză financiară înaintea capitolului 11, legat de diagnosticul global, este subiectivă. În cazul în care cititorul va prefera, el poate aborda pentru început aspectele legate de situația generală a companiei (din perspective precum cea comercială, juridică, tehnică, a resurselor umane, a managementului și structurii organizaționale, a guvernanței corporative, a mediului), respectiv capitolul 11, și apoi să lectureze capitolele de analiză financiară (capitolele 3-10).

Odată diagnosticate aceste aspecte, managerul este în măsură să stabilească strategia financiară a companiei. În general, această strategie trebuie să țină cont de realitatea de la nivelul companiei, dar și de alte restricții, precum orientarea generală a acționariatului sau politica statului sau statelor în care compania acționează. Printre aspectele pe care managementul financiar strategic merită să le aibă în vedere se numără:

- **Politica de investiții**, respectiv alocarea resurselor pentru obținerea unor rezultate pe termen lung. Din punct de vedere strict contabil, investițiile se materializează în creșteri de active imobilizate. Pe de altă parte, din punct de vedere financiar, se discută și de investiții în active circulante nete (diferența dintre activele circulante și datoriile de exploatare), precum și de investiții în resurse umane și în imaginea companiei. Poate fi relativ unanim acceptat că proiectele de investiții trebuie să fie viabile (să aducă o creștere de avere acționarilor), dar de multe ori se pune problema unor restricții legate de perioada maximă de realizare a proiectului sau de durata maximă acceptabilă pentru recuperarea costurilor (mai mare sau mai mică), de îndeplinirea unor criterii minime de rentabilitate, de sectoarele în care se poate realiza investiția etc.[3]
- **Politica de finanțare**, respectiv structurarea resurselor financiare mobilizate pe termen lung între capitaluri proprii (de cele mai multe ori caracterizate printr-o scadență teoretic infinită, dar cu costuri în general mai ridicate decât cele ale datoriilor) și datorii pe termen lung (de cele mai multe ori caracterizate prin scadență fixă și costuri mai reduse decât cele ale capitalurilor proprii).

[3] Vezi și Vintilă, Nicoleta, *Evaluarea și finanțarea investițiilor directe*, Editura ASE, București, 2009.

În condițiile unei economii funcționale și a unor agenți rațional (caracterizați implicit prin aversiune față de riscul de pierdere) și etici (problemele de etică pot schimba ușor concluziile noastre), costul capitalurilor proprii **trebuie** să fie mai ridicat decât costul capitalurilor împrumutate. Altfel, investitorii ar prefera să investească numai în titluri de credit, cât timp ei ar putea obține câștiguri mai mari cu riscuri mai mici, cât timp creditorii sunt despăgubiți înaintea acționarilor în cazul unui faliment al companiei. În acest caz fericit, opțiunea managementului companiei va fi dacă trebuie mizat pe costuri mai reduse (preponderență a datoriilor financiare) sau pe un nivel mai ridicat de autonomie financiară (preponderență a capitalurilor proprii) – cu alte cuvinte, o optimizare la nivel de costuri sau una la nivel de riscuri. Cu toate acestea, problema politicii de finanțare este mult mai complexă, după cum se va evidenția în volumul al doilea al lucrării noastre[4].

- **Politica de dividend.** Compania trebuie să mizeze pe o reinvestire a profitului sau pe o distribuire a dividendelor către acționari? Deși este o decizie la nivelul adunării generale a acționarilor, managerul financiar joacă de multe ori un rol important în consilierea acestora. În plus, politica de dividend rămâne un punct de dezbateri permanente[5], după cum se va evidenția în volumul al doilea al lucrării noastre.
- **Filosofia companiei privind guvernanța corporativă.** În viziunea OECD, guvernanța corporativă reprezintă setul de relații stabilit între managementul companiei, acționarii acesteia și ceilalți stakeholderi. Totodată, ea asigură structurile prin intermediul căreia obiectivele companiei sunt stabilite, mijloacele prin care aceste obiective trebuie atinse, și modul în care este monitorizată performanța. În funcție de principiile adoptate de companie unele dintre decizii pot fi adecvate sau nu. Un astfel de exemplu îl reprezintă problemele implicate de responsabilitatea socială a companiei: ca urmare a acceptării sau nu a unei filosofii responsabile cu privire la protecția mediului, un proiect de investiții poate fi adoptat sau respins de o companie, indiferent de performanța financiară pe care o înregistrează.
- **Politica societății comerciale cu privire la preluările altor companii.** O anumită companie poate considera oportună extinderea prin achiziții pe orizontală (din același sector de activitate, dintre concurenți) sau pe verticală (din rândurile furnizorilor sau clienților), după cum poate fi relativ dezinteresată față de această problemă.

Ne vom referi la aceste aspecte în volumul al doilea al lucrării noastre. În mod firesc, toate aceste aspecte trebuie operaționalizate. Insistăm pe ideea că, din punctul nostru de vedere, în condițiile unui management performant, planificarea operațională este precedată de elaborarea strategiei. Altfel, în mod natural, vom asista la decizii fără viziune. Lista problemelor de natură operațională este de asemenea foarte lungă. Ele sunt acele probleme „multe și mărunte" care ocupă deseori viața unui manager financiar, dar care însă trebuie să fie extrem de vigilent pentru a nu se lăsa sufocat de acestea[6]. Numai pentru exemplificare, astfel de probleme pot privi:

- **Managementul financiar al stocurilor.** Alături de aspectele de natură tehnică (necesitatea existenței unui stoc de materii prime pentru a se face față evenimentelor care ar conduce la apariția unei „rupturi" în aprovizionări, existența unui stoc de produse în curs de fabricație determinat de durata normală a fluxului tehnologic etc.), managerul financiar poate oferi modele de optimizare a dimensiunii stocurilor pe considerente financiare.
- **Managementul financiar al creanțelor.** Există o linie fină de demarcație între avantajele determinate de creșterea vânzărilor datorită unei politici generoase de oferire a creditului comercial și costul acestei facilități. Este rolul managerului financiar să ofere o soluție optimă.

[4] Vezi și Dragotă, Mihaela, *Decizia de investire pe piața de capital*, Editura ASE, București, 2006.
[5] Dragotă, Victor, *Politica de dividend*, Editura All Beck, București, 2003.
[6] Managementul performant al timpului este esențial pentru a putea fi un manager eficace și eficient.

- **Managementul financiar al datoriilor de exploatare.** Din nou, este rolul managerului financiar de a beneficia de o durată cât mai îndelungată de decontare a datoriilor de exploatare (decontări cu furnizorii, cu bugetul statului şi cu salariaţii) sau a datoriilor asimilate acestora (decontări cu acţionarii şi asociaţii), fără a afecta în mod negativ (şi, de multe ori, iremediabil) relaţiile de afaceri cu aceştia.
- **Managementul fiscal al companiei.** Într-un mediu extrem de turbulent – caracterizat printr-o volatilitate extrem de ridicată a reglementărilor cu caracter fiscal – rolul managerului financiar de a gestiona în bune condiţii relaţiile cu administraţiile fiscale şi organele de control este vital[7].
- **Managementul financiar al relaţiilor cu băncile şi societăţile de asigurări.** De multe ori, companiile se află în relaţii cu diferite entităţi de natura băncilor şi societăţilor de asigurări, caracterizate prin propriile obiective şi interferând cu deciziile financiare pe termen scurt.
- **Managementul trezoreriei.** Trezoreria constituie practic rezultatul tuturor acestor decizii manageriale pe termen scurt. Obiectivul managerului este de acoperi eventualele „goluri" de trezorerie şi de a fructifica cât mai rentabil eventualele excedente, dar fără a determina un risc excesiv. În anumite cazuri, managerul financiar trebuie să posede abilităţi de manager de portofoliu[8].

Toate aceste aspecte vor fi tratate pe larg în volumul al treilea al lucrării noastre. Pentru acest capitol nu mai rămâne decât să formulăm un avertisment.

2.2. Avertisment: utilizatori diferiţi determină principii diferite de management financiar

După cum constata Nietzsche în mottoul ales şi de noi în acest capitol, mai ales pentru persoanele cu o configuraţie preponderent dogmatică, identificarea de certitudini aduce linişte. Din păcate, finanţele corporative ne aduc liniştea absolută numai cu titlu de excepţie. Astfel, prognozele se referă prin natura lor la viitor, or până acum nu s-a demonstrat ştiinţific indubitabil că ar fi existat cineva care să poată şti viitorul cu precizie. Analiza financiară se bazează pe trecut, este adevărat, dar este utilă pentru prognoze, or, din nou, nu se poate afirma că un fenomen din trecut se va manifesta întocmai şi în viitor. Din această perspectivă, finanţele sunt mai vulnerabile decât alte discipline din domeniul economic, precum contabilitatea şi fiscalitatea, bazate pe trecut sau pe legislaţie, şi caracterizate, măcar ca tendinţă, printr-un nivel mai redus de relativitate, de subiectivism. Din acest motiv, finanţele încearcă doar o estimare (cât mai credibilă) a viitorului.

Alături de această problemă, trebuie să se înţeleagă faptul că de multe ori indicatori şi decizii adecvate anumitor unităţi economice nu vor fi universal valabile, pentru toate organizaţiile. Ca urmare, şi managementul financiar specific este diferit (vezi studiul de caz 2.1).

---

[7] Pentru dezvoltarea pe larg a acestei teme, sugerăm managerilor financiari o ediţie cât mai recentă a lucrării Ţâţu Lucian şi colectiv, *Fiscalitate. De la lege la practică*, ediţia a şaptea, Editura C.H. Beck, Bucureşti, 2010 (probabil că la momentul în care citiţi aceste rânduri a apărut deja o nouă ediţie, mai actuală...).

[8] Pentru dezvoltarea pe larg a acestei teme, vezi Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Dămian, Oana-Alexandra; Stoian, Andreea; Mitrică, Eugen; Lăcătuş, Carmen Maria; Manaţe, Daniel; Ţâţu, Lucian; Hândoreanu, Cătălina Adriana, *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, ediţia a doua, Editura Economică, Bucureşti, 2009.

Studiul de caz 2.1. Management financiar diferit pentru organizații de tip diferit

Să presupunem că managerul financiar (de succes) al unei companii de tip mecanicist – un șantier naval – se angajează spre finalul carierei la o companie cu profund caracter inovațional – un institut de cercetări. El încearcă să aplice câteva dintre principiile de lucru care l-au consacrat. Astfel, el va opera pe baza următoarelor principii fundamentale (printre altele):

– planificarea pe zile a activităților programate pe perioada viitoare și a rezultatelor propuse (defalcate analitic, pe ani, pe luni și pe săptămâni);

– justificarea în prealabil a cheltuielilor materiale pe care angajații le vor efectua, pentru analiza obiectivă a necesității efectuării acestor cheltuieli;

– verificarea în timp real a rezultatelor angajaților în funcție de planificare;

– decontarea cheltuielilor numai dacă ele au fost justificate printr-un rezultat util companiei;

– raportarea periodică a rezultatelor de către angajați, pentru rațiuni de control.

Toate aceste principii pot fi ușor justificate într-o organizație de tip mecanicist, de foarte mari dimensiuni, în care este necesar un judicios proces de control. Este motivul pentru care aceste rapoarte sunt utile, mai ales că sunt comod de întocmit. Dat fiind că procesul de producție este relativ previzibil, în bune condiții, el este și convenabil de monitorizat. De exemplu, o stagnare a procesului de producție trebuie justificată numai de condiții obiective (nu s-a realizat aprovizionarea cu materii prime). Totodată, cheltuielile care nu au legătură cu activitatea de exploatare pot fi depistate mai ușor (unde sunt piesele care au costat X RON?).

În cazul unui institut de cercetări, unele dintre principiile de mai sus nu pot fi aplicate cu succes, întrucât:

– activitatea de cercetare este de multe ori determinată și de inspirație (deși se afirmă că este 99% transpirație și numai 1% inspirație, acest 1% este foarte important și face distincția dintre eșec și succes), ceea ce face ca planificarea eforturilor să poată fi realizată, dar nu și rezultatele; chiar și așa, gradul de defalcare atât de analitic este destul de hazardat în cazul unui institut de cercetări, pentru că unele dintre activități sunt corelate (de exemplu, participarea la întâlniri de lucru de tip workshop sau conferință științifică sunt utile preponderent prin schimbul de idei utile, dar, în timp ce costurile pot fi identificate ușor și imediat, rezultatele pot apărea în decursul unor perioade mult mai îndelungate);

– prognozarea cheltuielilor materiale este dificilă datorită aspectelor prezentate mai sus;

– multe dintre proiectele de cercetare vor fi eșecuri. Există o probabilitate de succes (sigur mai mică de 100%!), compania trebuind să gestioneze și riscul ca anumite cheltuieli să nu se materializeze în efecte utile (de exemplu, se descoperă că nu merită să se continue cercetările într-o anumită problemă!)[9];

– în plus, cercetătorii vor fi „sufocați" de sistemul de control, ceea ce va reduce șansele de a descoperi ceva.

Pe parcursul prezentei lucrări, vom întâlni indicatori financiari ale căror niveluri sunt convenabile și denotă performanță pentru companii din anumite domenii, în timp ce aceleași valori ale indicatorilor trebuie privite cu scepticism pentru companii din alte domenii și implică necesitatea căutării unor soluții pentru gestionarea dezechilibrelor.

După cum arătam în primul capitol, pentru fiecare stakeholder există obiective specifice. În plus, chiar pentru aceeași organizație, diferiți stakeholderi vor considera că anumite realități de la nivelul companiei se traduc în mod diferit (vezi studiul de caz 2.2).

[9] O soluție managerială este gestiunea proiectelor de cercetare ca pe un portofoliu de proiecte – unele dintre acestea vor genera probabil pierderi (din păcate, pentru că viitorul este incert, nu știm care!); esențial este să existe și proiecte care să genereze efecte remarcabile, din care să se acopere și costurile celorlalte. Evident, în aceeași viziune, pare cel puțin ciudat să se finanțeze un cercetător cu sume consistente cât timp rezultatele obținute de acesta sunt cvasi-nule.

Studiul de caz 2.2. O companie – două viziuni

Managerul companiei SQ, Alex Dragomir, se mândreşte cu performanţele financiare ale acesteia. Astfel, el remarcă nivelul ridicat de profitabilitate a companiei, faptul că întotdeauna a reuşit să supravieţuiască pe piaţă penetrând în sectoare noi de activitate, acolo unde oportunităţile oferite erau maxime. Toate acestea au făcut ca valoarea de piaţă a companiei să se dubleze în ultimii doi ani. În plus, managerul este foarte mulţumit de faptul că, în permanenţă, o parte dintre imobilizările corporale sunt finanţate pe baza creditului comercial primit de la furnizori, pe perioade mai îndelungate atât decât ciclurile de producţie şi vânzare, cât şi decât perioada de încasare a facturilor de la clienţi (costurile acestui mecanism sunt reduse). Nimic în companie nu este nefolosit, nici măcar disponibilităţile băneşti, cu excepţia unui procent minor din activ restul fiind investit în imobilizări financiare (titluri de stat pe termen lung).

Având în vedere toate acestea, şi dorind să continue expansiunea companiei pe care o conduce, Alex Dragomir decide să contracteze un credit pe termen lung de la Banca Investitorilor, cea mai prestigioasă bancă din ţară.

Banca Investitorilor refuză creditul. Motivaţiile sale: angrenarea în afaceri riscante şi finanţarea riscantă a activelor imobilizate.

Deşi indicatorii financiari sunt aceiaşi, perspectivele celor doi stakeholderi sunt diferite (vom aprofunda această analiză în capitolul 4).

Exemplele de perspective diferite asupra aceluiaşi fenomen financiar sunt foarte diferite. Se pot aminti, numai exemplificativ, abordările diferite asupra modalităţii optime de distribuire a profitului net pe destinaţii – investiţii (considerate oportune preponderent de salariaţi, management, acţionarii majoritari, creditori) sau dividende (considerate oportune preponderent de acţionarii minoritari), optica diferită asupra necesităţii introducerii progresului tehnic (tehnologizare poate însemna reduceri de personal) şi multe altele. Aceste dezbateri nu au întotdeauna un caracter tehnocrat, fiind încărcate adesori de aspecte de natură politică, uneori populistă.

Încheiem aici acest capitol. Acest volum se va concentra numai asupra analizei financiare a companiei, asupra celorlalte aspecte având să revenim odată cu celelalte două volume ale lucrării.

Referinţe bibliografice

Dragotă, Mihaela, *Decizia de investire pe piaţa de capital*, Editura ASE, Bucureşti, 2006

Dragotă, Victor, *Politica de dividend*, Editura All Beck, Bucureşti, 2003

Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Dămian, Oana-Alexandra; Stoian, Andreea; Mitrică, Eugen; Lăcătuş, Carmen Maria; Manaţe, Daniel; Ţâţu, Lucian; Hândoreanu, Cătălina Adriana, *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, ediţia a doua, Editura Economică, Bucureşti, 2009

Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, Irwin/McGraw-Hill, 1999

Ţâţu Lucian şi colectiv, *Fiscalitate. De la lege la practică*, ediţia a şaptea, Editura C.H. Beck, Bucureşti, 2010

Vintilă, Nicoleta, *Evaluarea şi finanţarea investiţiilor directe*, Editura ASE, Bucureşti, 2009

Lecturi ulterioare

Allaire, Yvan; Firşirotu, Mihaela, *Management strategic. Strategiile succesului în afaceri*, Editura Economică, Bucureşti, 1998, pp. 385-446

Mintzberg, Henry, *Le management. Voyage au centre des organisations*, Éditions d'Organisation, Paris, 1999 (traducere după ediţia în limba engleză din 1989)

Verificaţi-vă cunoştinţele!

- Care este scopul analizei financiare a companiei?
- Care sunt principalele decizii vizate de managementul financiar strategic?
- Care sunt principalele decizii vizate de managementul financiar operaţional?
- Ce stakeholderi sunt favorizaţi de distribuirea profitului sub formă de dividende?

Probleme şi studii de caz

2.1. Oferiţi exemple de obiective strategice ale principalilor stakeholderi pentru diferite companii pe care le cunoaşteţi.

2.2. Identificaţi anumite decizii strategice la nivelul unei companii pe care o cunoaşteţi care corespund aspiraţiilor unor stakeholderi şi intră în contradicţie cu cele ale altor stakeholderi.

Soluţii

2.1. Fiecare companie are un set de stakeholderi. Unii dintre aceştia au obiective strategice uşor de intuit şi în general universale, indiferent de companie. De exemplu, în general, acţionarii urmăresc maximizarea averii proprii, salariaţii îşi doresc drepturi salariale consistente, pachete atractive privind asigurările de viaţă sau asigurările împotriva unor boli profesionale, respectarea timpului de lucru etc. Există şi cazuri speciale. Unele companii acţionează în sectoare unde organizaţiile pentru protecţia mediului au o implicare mai ridicată. Lista poate continua.

2.2. Conflictele apar în condiţiile în care stakeholderii se confruntă pentru a beneficia de o parte cât mai consistentă dintr-o resursă. De exemplu, profitul net al companiei poate fi utilizat pentru plata dividendelor (interesant pentru acţionari), pentru investiţii (interesant pentru acţionari, pentru că se poate miza pe o creştere a preţului acţiunilor deţinute în viitor, dar şi pentru manageri, salariaţi, comunitate, chiar creditori – cresc garanţiile reale), pentru cointeresarea salariaţilor şi a managerului. Intuitiv, fiecare dintre stakeholderi va încerca să obţină o parte cît mai consistentă din profitul net. Lista poate continua.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

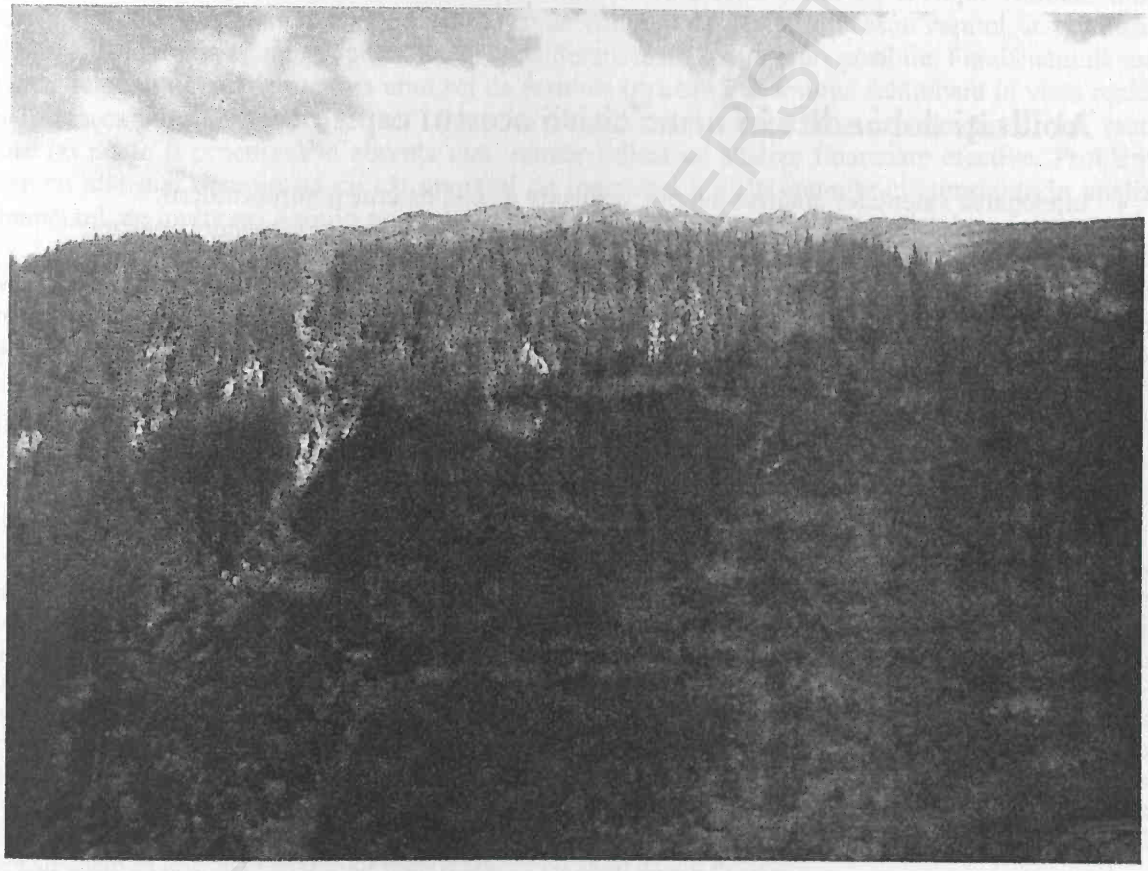
BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 3

Principii ale analizei financiare

Fără principii, aplicația nu reprezintă nimic în plus față de un ansamblu de rețete. Acestea constituie ceea ce se numește rutină. Or, cu rutina, progresul este posibil, dar el este de o încetineală exasperantă.

Louis Pasteur



BCU IAȘI - UNIVERSITY LIBRARY

După parcurgerea acestui capitol, sperăm că veți avea o viziune asupra principiilor care merită aplicate în domeniul analizei financiare.

Presupunem că visul dumneavoastră de a deveni manager financiar al unei companii se adevereşte. Sunteți numit managerul financiar al uneia dintre cele mai apreciate societăți comerciale specializate în domeniul îmbutelierii de ape minerale din România. Ați luat decizia de a vă concentra pentru început asupra fixării unei strategii. Simțiți necesitatea ca, în prealabil, să procurați un set de informații. Ce vă preocupă în mod special?

Abilităţi dobândite în urma citirii acestui capitol:

- Înțelegerea valențelor analizei interne, respectiv a celei externe a întreprinderii;
- Înțelegerea impactului cantității şi calității informațiilor asupra performanței analizei;
- Înțelegerea avantajelor şi limitelor analizelor efectuate în baza documentelor contabile şi a celor efectuate pe baza datelor de pe piață;
- Înțelegerea corecțiilor legate de impactul inflației;
- Înțelegerea necesității efectuării de corecții pentru a realiza o analiză pertinentă – *sezonalitate, perioade incomplete de activitate, situații cu caracter excepțional;*
- Dobândirea capacității de a utiliza repere adecvate pentru analiză – *media pe sector, concurenții principali, trecutul companiei, indicatorii planificați în trecut de management.*

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

3.1. Aspecte de bază

Analiza financiară are menirea de a oferi celorlalte ştiinţe economice, în special celor ce tratează probleme de fundamentare a deciziilor legate de societatea comercială, o caracterizare cât mai pertinentă a situaţiei cu care aceasta se confruntă. Ea este necesară oricui este preocupat de problemele întreprinderii şi, de asemenea, este la îndemâna oricui. Fără o identificare a punctelor slabe, a punctelor forte, a riscurilor şi oportunităţilor nu este posibilă fundamentarea unei strategii viabile a întreprinderii, bază pentru implementarea măsurilor operaţionale.

În majoritatea cazurilor, analiza financiară a situaţiei întreprinderii nu face apel la elemente de matematici superioare şi aparent poate fi realizată de oricine. Cu toate acestea, practicienii managementului financiar s-au confruntat de multe ori cu situaţii paradoxale rezultate ca urmare a aplicării mecanice a unor formule. O listă semnificativă a unor astfel de exemple (dimensiunile acesteia crescând în permanenţă) ar putea atinge volumul de pagini al acestui capitol, în condiţiile în care cu siguranţă că nu am putea lua în considerare toate aceste erori posibile. Fundamentală este în aceste condiţii nu memorarea unui set de formule (oricum în continuă schimbare în viaţa reală), ci formarea unui veritabil „instinct" financiar al analistului, însoţit de o experienţă cât mai vastă, care nu poate fi procurată în absenţa unui număr ridicat de analize financiare efective. Problema este cu atât mai complicată cu cât numărul de indicatori utili în anumite circumstanţe în analiza financiară, de multe ori definiţi prin relaţii de calcul diferite, este extrem de ridicat.

De aceea, stimaţi cititori, vă recomandăm cu căldură ***să NU abordaţi analiza financiară ca pe un set de „reţete"***. Vă reamintim că şi majoritatea bucătarilor de valoare au în primul rând imaginaţie şi ştiu să combine optim alimentele, inclusiv ţinând cont de elemente de ştiinţa nutriţiei. De asemenea, credem că un cântar de mare precizie şi o carte bună de bucate nu vor transforma un om disciplinat într-un bucătar de valoare. Similar, un program informatic performant de analiză financiară va rămâne întotdeauna un *instrument* util şi nu un înlocuitor al analistului. Un exemplu convingător este dat în cadrul 3.1.

Cadrul 3.1. Paradoxul ratelor de rentabilitate cu numitor negativ

Fără a intra în amănunte, ratelor de rentabilitate fiindu-le alocat un capitol special al lucrării noastre, o rată de rentabilitate este un indicator de eficienţă, fiind, ca atare, calculat ca un raport între un indicator de efect şi unul de efort (mai rar, se utilizează şi sistemul invers, raport efort / efect, ambele abordări fiind însă perfect coerente din punct de vedere economic). Pentru a-şi menţine logica, un astfel de indicator *trebuie* să prezinte un nivel al eforturilor strict pozitiv (un efort negativ ar avea logica unui „anti-efort", absurd din punct de vedere economic...). Să presupunem că o societate comercială a înregistrat pierderi atât de consistente încât a ajuns în situaţia de a prezenta capitaluri proprii negative. Deşi situaţia nu este normală din perspectiva performanţei financiare, ea poate fi întâlnită uneori în practică, de exemplu în cazul în care pierderile înregistrate de societatea comercială depăşesc nivelurile capitalurilor proprii din exerciţiul financiar anterior, iar întreprinderea nu a procurat capitaluri suplimentare din alte surse. Să presupunem că nivelul capitalurilor proprii este de (-1.000) unităţi monetare.

În aceste condiţii, să presupunem că o anumită societate comercială înregistrează un nivel al profitului egal cu 100 u.m. Calculând rata de rentabilitate financiară, ca raport între profitul net şi capitalurile proprii, va rezulta o rată de (-10%), complet irelevantă în condiţiile în care întreprinderea pare nerentabilă, deşi înregistrează un profit la un „efort negativ". În plus, dacă această întreprindere ar fi înregistrat o pierdere egală în modul (-100 u.m.), rata de rentabilitate financiară ar fi fost egală cu 10%, ceea ce ar putea caracteriza o întreprindere relativ performantă, în condiţiile în care toţi indicatorii relevă o performanţă dezastruoasă (nu numai că întreprinderea era în stare de pre-insolvenţă, având capitaluri proprii negative, dar generează şi pierderi, care vor consolida această stare!).

Un diletant al domeniului însă va insista pe ideea că întreprinderea poate fi performantă pe baza acestui 10% calculat pornind de la cele două valori negative!

Un aspect fundamental, care modifică de multe ori concluziile analizei financiare îl constituie nu numai capacitatea profesională a analistului, ci şi volumul de date disponibile la care acesta are acces. Încă de la începutul lucrării, trebuie subliniat că analistul financiar poate face erori extrem de spectaculoase, chiar fatale întreprinderii, fără a greşi nici un pic, ci doar pentru că nu dispune de informaţiile necesare studiului său (este un proces de selecţie adversă). Întotdeauna vor exista persoane în interiorul unei companii care vor deţine informaţii mult mai exacte cu privire la aceasta şi, mai ales, vor cunoaşte perspectivele sale (managerii[1] fiind cu siguranţă cel mai bun exemplu).

Din acest punct de vedere merită realizată o distincţie între **analiza financiară internă întreprinderii** şi **analiza financiară externă a întreprinderii**. În general, analiza financiară internă face apel la toate informaţiile ce pot fi procurate de analist la nivelul întreprinderii, în timp ce analiza financiară externă se limitează la informaţiile publice. Deşi cele două denumiri explică satisfăcător conţinutul problematicii fiecăreia, trebuie insistat asupra câtorva observaţii. Astfel, prin propria natură, analiza internă va beneficia de informaţii mai corecte şi mai complete, aşadar fiind capabilă să genereze rapoarte de analiză de o calitate superioară. Totodată, anumite capitole ale analizei pot fi abordate numai din perspectiva analizei interne. De exemplu, analiza bilanţului funcţional (vezi capitolul 4) şi analiza pragului de rentabilitate (vezi capitolul 5), deşi constituie informaţii extrem de utile în luarea deciziilor manageriale, pot fi efectuate numai din perspectiva analizei financiare interne.

Totodată, un impact esenţial asupra profunzimii analizei îl prezintă timpul disponibil pentru efectuarea lucrării. Practic, se poate considera că se încearcă obţinerea unui punct de optim între o analiză caracterizată printr-un nivel ridicat de completitudine, dar şi printr-un volum de timp foarte ridicat, şi o analiză mai superficială, dar furnizată decidentului în timp scurt. De multe ori, în practică, o analiză mai superficială, dar furnizată în timp real, poate fi preferabilă uneia extrem de profunde, dar furnizate decidentului prea târziu[2].

În aceste condiţii, ceea ce ne propunem pe parcursul acestei lucrări este de a identifica un set de elemente fundamentale legate de problematica analizei financiare, pentru a oferi celui interesat posibilitatea evaluării pertinente a situaţiei întreprinderii în prezenţa unui volum de informaţii mai mult sau mai puţin complet. Din această perspectivă, trebuie realizată o distincţie între analistul intern, ce deţine un nivel ridicat de informaţii disponibile, şi analistul extern, dezavantajat în general faţă de cel dintâi.

Nu trebuie pierdut din vedere că volumul de informaţii poate constitui o adevărată problemă pentru analist, chiar şi în cazul când acesta deţine prea multe date referitoare la societatea comercială analizată. În ciuda tentaţiei manifestate de numeroşi practicieni, o analiză prea aprofundată poate genera nu câştiguri, ci chiar pierderi substanţiale pentru companie din cel puţin două motive: oferirea către factorul de decizie a unor elemente contradictorii[3] sau oferirea unui

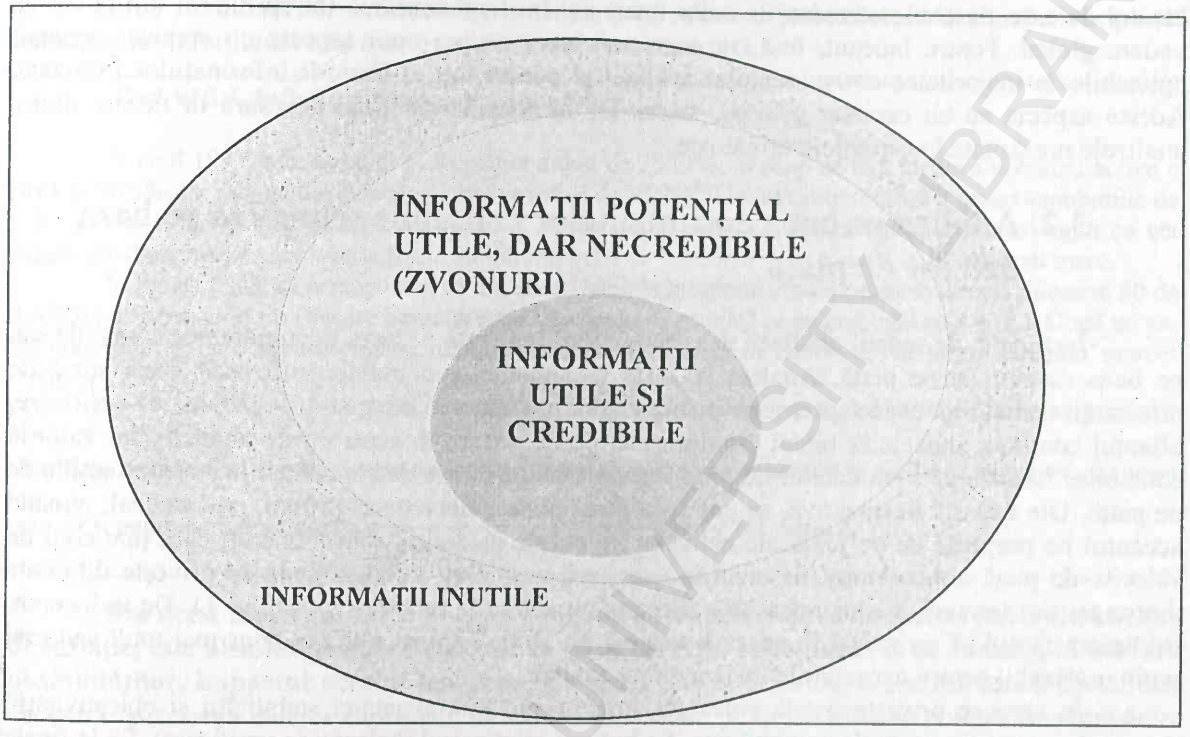
---

[1] Prin manager, în context ne referim la calitatea sa profesională (competenţa sa), şi nu la funcţia înscrisă în cartea de muncă, uneori neconcordantă cu prima definiţie. Din păcate, de mult prea multe ori, obţinerea funcţiei de „şef" ajunge un scop în sine, în loc să fie un mijloc prin care respectiva persoană să confirme că poate îndeplini obiectivele stabilite de întreprindere.

[2] Înşişi autorii acestei lucrări au participat la elaborarea unei lucrări destinate managerilor de companii, în care scopul declarat a fost de a furniza acestora un instrument de a lua deciziile în mod rapid. Deşi multe dintre ideile prezentate sunt relativ identice, abordările sunt net diferite. Partea de explicaţii este redusă la maxim, esenţială fiind rapiditatea în obţinerea de informaţii. Vezi: Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Ţâţu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racşa, Anda, *Abordări practice în finanţele firmei*, Editura IRECSON, Bucureşti, 2005.

[3] Mulţi indicatori pot fi interpretaţi într-o manieră dual: ei sunt avantajoşi, favorizanţi pentru companie din anumite puncte de vedere, şi dezavantajoşi pentru aceasta din alte puncte de vedere. Cum, uneori, managerul, datorită specificului propriei profesii, nu are nici abilitatea de a înţelege semnificaţia indicatorilor economici, într-un sistem non-cooperativ, astfel de elemente pot determina efectiv declinul şi chiar insolvenţa întreprinderii.

ansamblu de date, chiar perfect fundamentate (dacă poate exista aşa ceva) mult mai târziu decât este nevoie. Vezi, în acest sens, figura 3.1.



Sursa: Dragotă, V. (coordonator); Dragotă, M.; Dămian, O.; Stoian, A.; Mitrică, E.; Lăcătuş, C.; Manaţe, D.; Ţâţu, L.; Hândoreanu, C., *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, ediţia a doua, Editura Economică, Bucureşti, 2009, p. 95.

Figura 3.1. **Universul informaţiilor de la nivelul întreprinderii**

În opţiunea pentru utilizarea anumitor rapoarte de analiză, investitorii pot fi dezorientaţi în cazul în care recomandările analiştilor sunt divergente. Pe piaţa internaţională (dar, în ultimii ani, şi în România şi Republica Moldova) există preocupări pentru verificarea *ex-post* a capacităţii de previziune a analiştilor financiari (prin compararea indicatorilor previzionaţi cu indicatorii înregistraţi efectiv), putându-se realiza inclusiv o ierarhizare a analiştilor. Chiar şi în absenţa unor astfel de ierarhizări realizate de entităţi specializate, se poate urmări calitatea recomandărilor efectuate de analişti, pentru că, după cum spune un proverb danez, „cel ce te înşeală o dată, te nedreptăţeşte; dacă te înşeală a doua oară, o face cu dreptate: te ia drept ceea ce eşti".

Deşi se aseamănă din punct de vedere al terminologiei, analiza financiară a companiei este fundamental diferită de *analiza tehnică*. Analiza tehnică reprezintă un instrument utilizat de practicienii din domeniul pieţelor de capital, care îşi propune estimarea preţului viitor al unui titlu financiar pe seama preţurilor anterioare înregistrate de acesta. Astfel, deşi se bazează tot pe informaţii istorice, analiza tehnică încearcă anticiparea unui preţ viitor. Acest preţ are două componente fundamentale: pe lângă reflectarea performanţelor companiei emitente a titlurilor şi a caracteristicilor specifice titlului (valoarea intrinsecă a titlului), preţul ţine cont şi de comportamentul investitorilor de pe piaţă.

Dincolo de acest capitol, am structurat prezentarea problematicii analizei financiare în şapte capitole. În acestea se prezintă elementele necesare în procesul de fundamentare a deciziilor la nivelul managementului financiar, legate de analiza poziţiei financiare, a profitabilităţii, a vitezelor de rotaţie (indicatorii de activitate sau de gestiune), a cash flow-urilor (fluxurilor de

trezorerie), precum şi a rentabilităţii şi riscului asociate întreprinderii. În continuare, având în vedere faptul că activitatea financiară este doar o componentă a întreprinderii, am introdus un capitol care va deschide orizonturile celor interesaţi în diagnosticarea întreprinderii din punct de vedere global. Pentru început, însă, ne vom concentra asupra unor aspecte cu caracter general, aplicabile în majoritatea componentelor analizei şi pentru toţi utilizatorii informaţiilor furnizate. Aceste aspecte au un caracter general, luarea lor în considerare fiind necesară în fiecare dintre analizele prezentate în capitolele următoare.

3.2. Analiza pe baza documentelor contabile şi analiza pe baza datelor de piaţă

În funcţie de scopul analizei, aceasta poate fi realizată pe baza documentelor contabile sau pe baza datelor de pe piaţă. Analiza pe baza documentelor contabile utilizează drept sursă de informaţii contabilitatea întreprinderii, pe baza celor mai recente înregistrări – balanţa de verificare, bilanţul contabil, anexele la bilanţ etc. Informaţiile de intrare în acest tip de analiză sunt valorile contabile. Analiza pe baza datelor de piaţă încearcă să corecteze datele contabile cu informaţiile de pe piaţă. Din această perspectivă, se pot avea două puncte de vedere: primul, mai radical, punând accentul pe preţurile de pe piaţă ale activelor şi, cel de al doilea, mai moderat, care ţine cont de valorile de piaţă ale acestora (în cazul în care încă mai aveţi dubii în ceea ce priveşte diferenţa dintre cei doi termeni, vă recomandăm călduros revenirea la lectura capitolului 1). De la început, subliniem faptul că nu există în această privinţă un „bine" şi un „rău", ci doar mai mult sau mai puţin preferabil pentru necesităţile unei anumite analize.

În ceea ce priveşte datele contabile, acestea prezintă avantajul stabilităţii şi obiectivităţii. Aceste date sunt furnizate de contabilitate, fie în timp relativ real (balanţa de verificare), fie la finele anului (bilanţul contabil). Este posibil ca în anumite condiţii contabilitatea să fie depăşită (uneori fără voia ei) de realitate. De exemplu, situaţia cea mai actuală a activelor este cea de după o inventariere. Cu cât ne îndepărtăm de momentul efectuării inventarului, cu atât situaţia faptică poate diferi mai mult faţă de situaţia scriptică. În anumite condiţii, această „obiectivitate" devine forţată, fiind ghidată de interese mai mult sau mai puţin populiste. În acest caz, valoarea de piaţă poate deveni preferabilă. Două „povestiri adevărate" vor explica foarte bine această problemă (vezi cadrul 3.2).

Cadrul 3.2. Contabilitatea – înger şi/sau demon?

În ultimii ani ai regimului totalitar comunist prezent în România (1947-1989), duratele de viaţă contabile ale anumitor active imobilizate erau majorate excesiv. Astfel, pentru unele echipamente de producţie aceste durate ajungeau spre cifre foarte mari (uneori şi 50 de ani). Scopul părea a fi reducerea (artificială a) costurilor de producţie, în primul rând a amortizării. În aceste condiţii, cota anuală de amortizare putea ajunge spre 2% la echipamente în care uzura morală afecta substanţial valoarea de piaţă a acestora. Ca urmare, amortizarea îşi înceta funcţia de instrument prin care valoarea activelor din întreprindere era recuperată. Valoarea contabilă a activelor era deformată. De exemplu, un activ amortizat în proporţie de 25% putea fi uzat moral şi cu siguranţă nu reflecta un nivel egal cu 75% din valoarea unuia echivalent, nou. În aceste condiţii, o analiză financiară pe baza datelor contabile era foarte discutabilă din aproape toate punctele de vedere.

După 1989, din dorinţa de reglare a valorilor contabile, s-a decis „actualizarea" valorilor contabile. În fapt, valorile contabile din bilanţ au fost multiplicate cu un coeficient ce trebuia să elimine impactul inflaţiei, indiferent de valoarea lor de piaţă. Ca atare, de exemplu, unele stocuri de produse finite nevandabile (care stagnau în magazii de mai mult de un an) au fost evaluate la nivelul costului de producţie multiplicat de câteva ori!

O problemă care poate afecta analiza pe baza datelor contabile o constituie fenomenul inflaționist. Astfel, este posibil ca performanțele reale ale unei companii să se înrăutățească, în timp ce nivelurile nominale ale indicatorilor financiari să releve o îmbunătățire a situației. Impactul fenomenului inflaționist este ușor exemplificabil (vezi cadrul 3.3).

Cadrul 3.3. Inflația și puterea de cumpărare

În anul 1993, rata inflației în România a fost de 256,1%, în timp ce rata medie a dobânzii active a fost de 58,9%, iar rata medie a dobânzii pasive a fost de 33,8%[4]. Un investitor care și-a depus economiile de 100 u.m. la o bancă specifică pentru sistemul bancar românesc (caracterizată prin indicatori egali cu cei medii din domeniu) a constatat la finele anului respectiv că beneficiază de o sumă cu 33,8% mai mare.

În lumea reală, să presupunem că din acești bani, la începutul anului putea să își achiziționeze 50 de produse de un anumit tip (fiecare dintre acestea vânzându-se pe piață la un preț egal cu 2 u.m.). După un an, în condițiile în care investitorul își depune resursele financiare la bancă, el va putea cumpăra numai: $\frac{100 \cdot (1+33,8\%)}{2(1+256,1\%)} = \frac{133,8}{7,122} = 18,78$ produse. Este totuși de remarcat faptul că în cazul în care și-ar fi menținut economiile în cash pentru perioada respectivă, pierderea suportată ar fi fost și mai mare. În acest caz, ar fi putut cumpăra numai: $\frac{100}{2(1+256,1\%)} = \frac{100}{7,122} = 14,04$ astfel de produse.

Din acest motiv, în cazul în care indicatorii financiari din bilanț sunt puternic afectați de inflație, este absolut necesară efectuarea unor corecții, astfel încât să se elimine, în măsura posibilităților, impactul acestui fenomen. Ca atare, pentru a realiza o analiză concludentă, este necesară corectarea datelor exprimate în termeni nominali, pentru a reflecta puterea de cumpărare reală, la fiecare moment.

Din punct de vedere tehnic și teoretic, analiza în termeni reali ar trebui să fie preferabilă celei în termeni nominali. Cu toate acestea, de multe ori se preferă analiza în termeni nominali. Un prim argument este comoditatea, în condițiile unei inflații modeste interpretarea rezultatelor nefiind afectată în mod semnificativ. Pe de altă parte, însă, inflația nu acționează în mod uniform: unele bunuri și servicii pot fi afectate de creșteri de prețuri substanțiale, în timp ce altele – aproape deloc. În aceste condiții, uniformitatea ratei inflației calculate la nivel național nu exprimă realitatea de la nivelul companiilor.

Calculele ce țin de corectarea impactului inflației, deși necesare și logice, nu trebuie supraestimate din punctul de vedere al conținutului informațional. Astfel, rata inflației nu acționează numai la finele perioadei, ci pe parcursul întregului an. În plus, impactul acesteia nu este constant pe parcursul întregii perioade. Această problemă poate fi rezolvată relativ facil, dar cu un efort mai consistent, prin apelul în calcule la ratele inflației lunare publicate de banca națională.

O problemă mai dificil de rezolvat este dată de luarea în considerare a faptului că impactul inflației nu este identic față de toate elementele de activ. De exemplu, variațiile de prețuri ale materiilor prime și ale tarifelor serviciilor se manifestă practic instantaneu (excepția este dată de nivelul stocurilor existente la nivelul companiei), în timp ce modificările de prețuri ale imobilizărilor se manifestă de obicei mai lent (faptul că prețurile de pe piață pentru un echipament au crescut foarte mult la acest moment nu afectează momentan o întreprindere care și-a achiziționat de curând astfel de echipamente, mai ales dacă durata de viață a acestora este foarte îndelungată) (vezi și exemplul 3.1).

[4] Dragotă, Mihaela, *Decizia de investire pe piața de capital*, Editura ASE, București, 2006, pp. 24-27.

Exemplul 3.1. Impactul creşterilor diferenţiate ale preţurilor asupra performanţei companiei

Un agent economic se aprovizionează cu materii prime ale căror preţuri au crescut în ultimul exerciţiu financiar cu 7%. Creşterea de preţuri la produsele finite acceptată de clienţi a fost de 3%. Rata inflaţiei calculată la nivel naţional a fost de 2%. În acest caz, deşi agentul economic profită de o creştere de preţuri la vânzarea propriilor produse finite mai mare decât rata inflaţiei, este dezavantajat, întrucât trebuie să suporte o creştere de preţuri la materiile prime de 3,5 ori mai mare decât rata inflaţiei.

Având în vedere toate aceste aspecte, recomandăm efectuarea analizei atât în termeni nominali cât şi în termeni reali. În cazul în care există informaţii analitice privind creşterile de preţuri ale elementelor cu impact asupra companiei analizate (de exemplu, rata de creştere a preţurilor la materii prime şi la produse finite), se poate realiza o analiză mai aprofundată a impactului modificărilor preţurilor şi tarifelor asupra performanţei companiei.

Din punct de vedere tehnic, operaţia de corecţie este simplă, similară în mare măsură cu actualizarea sumelor (vezi capitolul 1). Astfel, pentru cazul pe o perioadă, în situaţia în care se doreşte eliminarea impactului inflaţiei care s-a manifestat pe parcursul acestei perioade, indicatorul poate fi corectat după cum urmează:

$$I_{TR} = \frac{I_{TN}}{(1+\pi)},$$

unde:

I_{TN} – indicatorul exprimat în termeni nominali, la nivelul preţurilor de la finele anului de analiză (u.m.);

I_{TR} – indicatorul exprimat în termeni reali, la nivelul preţurilor de la începutul anului de analiză (u.m.);

π – rata inflaţiei pe perioada analizată (%).

În mod similar, se poate realiza şi transformarea inversă, prin inflatarea indicatorilor financiari înregistraţi la începutul perioadei. Astfel:

$$I_{TR} = I_{TN}(1+\pi),$$

unde:

I_{TN} – indicatorul exprimat în termeni nominali, la nivelul preţurilor de la începutul anului de analiză (u.m.);

I_{TR} – indicatorul exprimat în termeni reali, la nivelul preţurilor de la finele anului de analiză (u.m.);

π – rata inflaţiei pe perioada analizată (%).

Atenţie la semnificaţia termenilor! Este esenţială indicarea anului luat drept referinţă pentru nivelul de preţuri. Astfel, de exemplu, în raport cu anul de analiză, este posibil ca anul de referinţă să fie un an din trecut (în acest caz, se va utiliza prima relaţie de calcul) sau un an din viitor (în acest caz, se va utiliza cea de a doua relaţie de calcul).

În cazul în care se doreşte transformarea unor rate nominale în rate reale sau invers, se poate apela la relaţia propusă de Irving Fisher:

$$(1+r_n) = (1+r_r)(1+\pi),$$

unde:

r_n – rata anuală exprimată în termeni nominali;

r_r – rata anuală exprimată în termeni reali.

În cazul în care se doreşte realizarea unor comparaţii între indicatori pe perioade mai îndelungate, cele două relaţii de calcul pot fi generalizate:

$$I_{TR} = \frac{I_{TN\,n}}{\prod_{t=0}^{n-1}(1+\pi_t)},$$

unde:

I_{TNn} – indicatorul exprimat în termeni nominali, înregistrat în anul n (u.m.);
π_t – rata inflației în perioada t (%).

$$(1+r_n)^n = (1+r_r)^n \prod_{t=1}^{n}(1+\pi_t).$$

Pentru o aplicare a tehnicilor prezentate, să considerăm exemplul 3.2.

Exemplul 3.2. Analiza în termeni nominali și în termeni reali

Compania MADO a înregistrat următoarele niveluri ale cifrei de afaceri pe parcursul perioadei anterioare (datele fiind preluate din contul de rezultate), redate în tabelul 3.1. Ca observație, reținem faptul că informațiile privind cifra de afaceri sunt preluate la finele perioadei de analiză. Ca atare, nivelul de 100 u.m. asociat cifrei de afaceri din anul (n-3) evidențiază că pe parcursul întregului acestui exercițiu financiar s-au realizat vânzări de 100 u.m.

Tabelul 3.1

Exemplul 3.2. Evoluția cifrei de afaceri

Indicatori	n-3	n-2	n-1	n
Cifra de afaceri (termeni nominali) (u.m.)	100,00	110,00	115,00	120,00

Se poate constata facil o creștere permanentă a cifrei de afaceri (exprimată în prețuri curente), pe parcursul întregii perioade de analiză. Pe de altă parte, este posibil ca aceasta să fie dată de o modificare a prețurilor neînsoțită însă și de o modificare concomitentă a puterii de cumpărare. Cu alte cuvinte, această creștere ar putea fi determinată de fenomenul inflaționist și nu de performanțele reale ale companiei. Pentru aceasta, este necesară cunoașterea ratelor inflației pe perioada respectivă. Din punct de vedere tehnic, este de menționat modul în care rata inflației afectează performanța companiei. Astfel, pe parcursul exercițiului financiar (n-3) s-a înregistrat o cifră de afaceri egală cu 100 u.m. Pe parcursul aceluiași exercițiu financiar, s-a înregistrat o rată a inflației de 12%, dar această informație a fost integrată în prețurile de la finele anului (n-3), pe care noi îl vom considera drept reper. Convențional, în acest exemplu, se consideră că rata inflației este luată în considerare la finele anului.

Pe de altă parte, cifra de afaceri înregistrată în anul (n-2) conține două tipuri de informații: o informație legată de nivelul cifrei de afaceri efective (în termeni comparabili ca putere de cumpărare, deci, cu alte cuvinte, fondul problemei – acesta este reflectarea adecvată a nivelului real al performanței companiei) și o informație legată de impactul modificării prețurilor față de reperul ales (cu alte cuvinte, doar o modificare a formei de exprimare a indicatorului, datorită faptului că rata inflației pe perioada de la finele anului (n-3) la finele anului (n-2) a fost de 20%). În condițiile cunoașterii acestor indicatori, concluziile analizei se vor schimba (vezi tabelul 3.2). În acest caz, am optat pentru realizarea comparației la nivelul de prețuri din primul an (n-3), dar calculele pot fi efectuate pentru orice an. Ținând cont de inflație, se poate constata declinul permanent al cifrei de afaceri exprimate în termeni reali. Astfel, cifra de afaceri în anul (n-2) a scăzut în termeni reali, de la 100 u.m. la 91,67 u.m., și nu a crescut (de la 100 u.m. la 110 u.m.).

Tabelul 3.2

Exemplul 3.2. Calculul cifrei de afaceri în termeni reali

Indicatori	n-3	n-2	n-1	n
Cifra de afaceri (termeni nominali) (u.m.)	100,00	110,00	115,00	120,00
Rata inflației (%)	12,00	20,00	14,20	15,00
Cifra de afaceri (termeni reali) (u.m.)	100,00	91,67	83,92	76,14

În mod similar, s-ar putea realiza şi prezentarea indicatorilor la nivelul preţurilor din oricare an al analizei. Consideraţii similare pot fi realizate şi în cazul în care calculele sunt realizate în mărimi procentuale (vezi tabelul 3.3).

Tabelul 3.3

Exemplul 3.2. Calculul ratei de modificare a cifrei de afaceri în termeni reali

Indicatori	n-3	n-2	n-1	n
Rata de modificare a cifrei de afaceri (termeni nominali) (%)	-	10,00	4,55	4,35
Rata inflaţiei (%)	12,00	20,00	14,20	15,00
Rata de modificare a cifrei de afaceri (termeni reali) (%)	-	-8,33	-8,45	-9,26

Se poate constata din nou evoluţia nefavorabilă a companiei din perspectiva vânzărilor. Deşi aparent cifra de afaceri înregistrează creşteri an după an (perspectiva formei, termeni nominali), fondul problemei este trist şi grav, materializat în scăderi de peste 8% în fiecare din cei trei ani de analiză. Se observă că ratele de modificare a cifrei de afaceri nu pot fi calculate la nivelul exerciţiului financiar (n-3), întrucât ele exprimă modificări faţă de exerciţiul (n-4), pentru care nu există date disponibile.

La polul opus abordării pe baza datelor contabile se situează opinia care fixează drept dominant punctul de vedere al pieţei. Astfel, dacă un element de activ valorează pe piaţă un anumit preţ, el ar putea fi valorificat pe piaţă la acest preţ, şi nu la valoarea contabilă (cel puţin până la o reevaluare). Cu toate acestea, pieţele pot fi mai mult sau mai puţin eficiente. Finalmente, pieţele pot fi mai mult sau mai puţin raţionale[5]. Ca atare, raportarea la un preţ care nu reprezintă mare lucru nu poate da încredere unui analist de bun simţ. Din nou, relatarea unei poveşti (mai recente) din economia mondială poate fi edificatoare (vezi cadrul 3.4).

Cadrul 3.4. Piaţa – înger şi/sau demon?

În anii premergători crizei financiare declanşate în 2008, băncile americane ofereau credite imobiliare cu garanţia constând în proprietatea imobiliară pentru care se solicita creditul. Acesta era evaluat de cele mai multe ori prin abordarea prin comparaţie, abordare în care accentul se pune pe preţurile celorlalte proprietăţi de pe piaţă (comparabile) (vezi capitolul 1 pentru detalii legate de principiile de lucru ale acestei abordări). În timp, băncile şi-au constituit portofolii de clienţi cu un risc ridicat de neplată.

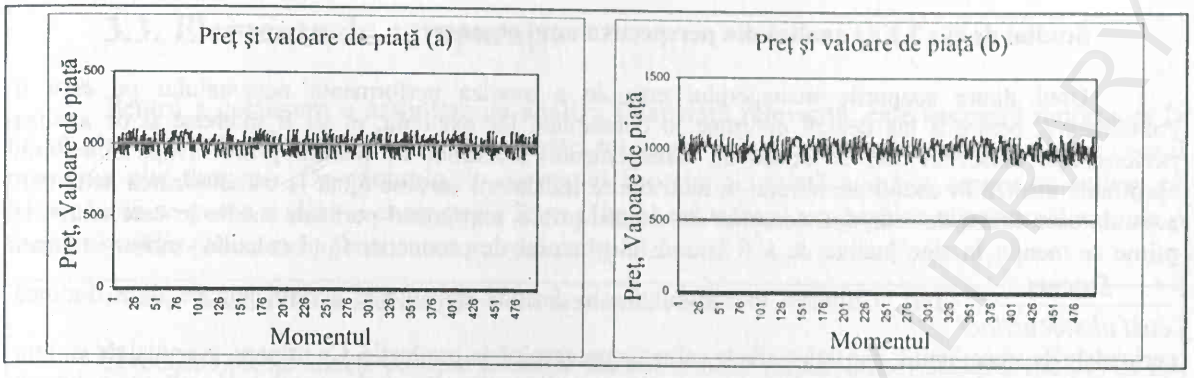
Dificultăţile pentru bănci au apărut în condiţiile în care numeroşi clienţi ai acestora nu au putut onora plăţile aferente serviciului datoriei. Ca şi până atunci, băncile au trecut la executarea silită a proprietăţilor ce se constituiseră ca garanţii. Spre deosebire însă de cazul obişnuit, în care aceste lichidări reprezentau cazuri relativ izolate, care nu puteau influenţa în mod semnificativ preţul de echilibru de pe piaţă, în acest caz, aceasta a fost invadată de proprietăţi destinate vânzării. În baza legii cererii şi ofertei, preţurile au scăzut dramatic. Ca atare, preţurile obţinute din vânzarea garanţiilor nu au mai putut acoperi nivelurile creditelor.

Pentru problematica analizei financiare, se poate intui că pieţele pot avea un nivel de volatilitate inexplicabil în baza unei evaluări raţionale[6]. În aceste condiţii, se pot ridica semne de întrebare chiar referitoare la tendinţa preţurilor către valorile de piaţă ale activelor (vezi şi figura 3.2 pentru exemplificarea unei astfel de situaţii). Situaţia este cu atât mai complexă cu cât vor exista întotdeauna semne de întrebare cu privire la nivelul real al valorii intrinseci a unui activ[7].

[5] Dragotă, Victor; Mitrică, Eugen, "Emergent capital markets' efficiency: The case of Romania", *European Journal of Operational Research*, 155, 2004, pp. 353-360. Pentru o dezvoltare a acestor probleme, vezi capitolul 1 din Dragotă, Victor, *Evaluarea acţiunilor societăţilor comerciale*, Coediţie Editura Economică şi Editura IROVAL, Bucureşti, 2006.

[6] Shiller, Robert J., *Market Volatility*, Fifth printing, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 1997.

[7] Vezi şi capitolul 1 din Dragotă, Victor, *Evaluarea acţiunilor societăţilor comerciale*, Coediţie Editura Economică şi Editura IROVAL, Bucureşti, 2006.



Sursa: Dragotă, Victor, *Evaluarea acțiunilor societăților comerciale*, Coediție Editura Economică și Editura IROVAL, București, 2006, pp. 35-36.

Figura 3.2. **(a) Evoluție posibilă pentru prețul activului și valoarea de piață rațional fundamentată. Deși prețul variază zilnic, conform unei mișcări aleatorii (*random walk*), valoarea de piață rațional fundamentată se menține constantă. Prețul variază în jurul valorii de piață, investitorii care o cunosc având posibilitatea de a obține câștiguri minore din operații de arbitraj. (b) Evoluție posibilă pentru prețul activului și valoarea de piață rațional fundamentată. Există o diferență permanentă între preț și valoarea de piață. Chiar dacă anumiți investitori cunosc valoarea de piață, ei nu vor putea folosi această informație în scopul obținerii de câștiguri**

În concluzie, niciuna dintre cele două valori – de piață și contabilă – nu trebuie considerată infailibilă. În fapt, fiecare trebuie utilizată astfel încât să se poată obține un nivel maxim de relevanță pentru scopul analizei. În plus, insistăm pe ideea că valoarea de piață și prețul nu reprezintă același lucru. Din punct de vedere practic, există situații în care este recomandabilă analiza pe baza datelor contabile și alte situații în care datele de piață trebuie să primeze. Studiile de caz 3.1 și 3.2 pot fi utile înțelegerii acestui mecanism.

Studiul de caz 3.1. O analiză din perspectiva unui creditor

Scopul principal al creditorului este de a-și recupera creditul acordat, în principiu pe seama cash flow-urilor plătite de debitor (serviciul datoriei), dar, în condiții de criză, și din vânzarea unor active ale societății comerciale. Ca atare, evaluarea cât mai corectă a întreprinderii din perspectiva activului net de lichidare este foarte importantă. În aceste condiții, în cazul în care cunoaștem atât valoarea de piață a unui activ (sau a unei datorii), cât și cea contabilă, este preferabilă utilizarea în analiză a celei dintâi. Spre exemplu, nu se poate identifica o valoare de piață pentru cheltuielile de constituire, pentru primele legate de emisiunea obligațiunilor șamd. Acestea reprezintă nonvalori și se pot considera de valoare zero în majoritatea cazurilor. În aceste condiții, ca o primă corecție a bilanțului, se va opera eliminarea elementelor fictive de activ, diminuându-se în mod corespunzător și suma capitalurilor proprii, cu o sumă egală. Un alt exemplu: un stoc de produse finite care nu va putea fi vândut niciodată la un preț măcar egal cu costurile de producție ar trebui evaluat la prețul care s-ar putea obține în cazul în care s-ar vinde pe piață, într-o perioadă de timp rezonabilă. Chiar și contabilitatea operează această corecție cu prilejul reevaluărilor periodice, punctele de vedere ale contabilității și pieței convergând în contextul principiului prudenței. Din această perspectivă, valoarea de piață va fi preferabilă. De remarcat că, pe termen scurt, prețurile de pe piață sunt mai de interes decât valorile contabile, chiar dacă pieţele sunt ineficiente, întrucât pentru creditor importante sunt sumele care pot fi obținute pe piață relativ rapid.

Ca observații, trebuie ținut cont că, pe lângă cheltuielile de lichidare, care vor diminua sumele obținute din vânzarea activelor debitorului, valoarea de lichidare a unui activ poate fi mai mică decât valoarea sa de piață, datorită perioadei de realizare a vânzării forțate, mult mai redusă decât o vânzare normală. Totodată, în lumina cazuisticii oferite de criza financiară declanșată în 2008, merită avut în vedere și un scenariu în care foarte multe proprietăți sunt vândute concomitent pe piață, dezechilibrând-o.

Studiul de caz 3.2. O analiză din perspectiva unui manager

Unul dintre scopurile managerului este de a analiza performanța personalului pe care îl coordonează, pentru a lua decizii oportune în consecință. De exemplu, el va fi interesat și de analiza performanței persoanei care se ocupă de managementul stocurilor de materii prime. După cum vom aprofunda analiza în cadrul capitolului 6, unul dintre indicatorii care ne ajută la caracterizarea activității acestuia este durata de rotație a stocurilor de materii prime, exprimând perioada medie în care materiile prime se mențin în stoc înainte de a fi lansate în procesul de producție, fiind calculat conform relației $\frac{Stocuri}{cost\ al\ stocurilor} \cdot 360$. Utilitatea indicatorului este dată de capacitatea acestui angajat de a diminua perioadele de stocaj inutil, dar fără a afecta calitatea procesului de producție. Ca urmare, eventualele variații de preț ale stocurilor pe piață ar deforma capacitatea informațională a indicatorului. Un alt exemplu: cât timp la nivelul companiei există o imobilizare cu o mare valoare contabilă, dar care nu are nici o utilitate deosebită pentru activitatea întreprinderii, nici o valoare de piață semnificativă, pentru necesitățile managementului financiar este mult mai util să se țină cont în analize de reducerea de valoare asociată acesteia.

Această diferență în abordarea analizei financiare nu trebuie redusă numai la nivelul general al claselor de stakeholderi ai companiei. Astfel, nu toți acționarii utilizează informațiile furnizate de analiza financiară într-o manieră identică. În acest context, un acționar cu putere de control, pe baza informațiilor obținute, poate lua decizii în consecință, până la schimbarea managerului companiei. Ca atare, analiza financiară se constituie ca o premisă pentru actul managerial, pentru deciziile strategice ce privesc viitorul companiei. Pe de altă parte, pentru acționarul minoritar, efectul cunoașterii acestor aspecte este diferit. Astfel, chiar dacă acesta are capacitatea de a deține și interpreta informațiile financiare, este mult mai problematic dacă aceste abilități îl vor pune în postura de a modifica actul decizional la nivelul companiei. Ca urmare, măsura sancționatoare de care dispune acționarul minoritar este de a-și vinde propriile acțiuni (de cele mai multe ori la un preț redus).

Lista unor exemple de recomandări pentru analize în valori de piață sau în valori contabile, după caz, poate fi foarte extinsă (vezi tabelul 3.4).

Tabelul 3.4

Recomandări pentru analiză în valori contabile sau în valori de piață

Analiză în valori contabile	Analiză în valori de piață
• Înțelegerea politicii de finanțare a unei companii – datele contabile reflectă mai bine această decizie • Analiza duratelor de rotație ale elementelor de activ, calculate pe baza informațiilor financiare • Calculul indicatorilor de rentabilitate economică și financiară din perspectiva unor investitori interni (a meritat să investim în această companie?)	• Prețul de emisiune al unei acțiuni în cazul unei emisiuni de noi acțiuni contra numerar – prețul (cursul bursier) este mai util decât valoarea nominală • Evaluarea garanțiilor – prețurile reflectă mai bine scopul creditorului de a-și recupera fondurile • Analiza poziției financiare – analiza bilanțului financiar – această analiză reflectă perspectiva lichidității și solvabilității companiei; ca atare, punctul de vedere al pieței este dominant • Calculul indicatorilor de rentabilitate economică și financiară din perspectiva unor investitori externi (merită investit în această companie?)

3.3. Elemente de comparaţie

Pentru a desfăşura o activitate de analiză financiară relevantă, este necesară raportarea la un set de parametri relevanţi. Din păcate, aceştia nu se pot ridica la acelaşi nivel calitativ pe care îl presupun alte domenii. De exemplu, în domeniul zootehniei, există anumite repere obiective, pe baza cărora se poate realiza o comparaţie între nivelul calitativ al produselor efectiv realizate de o fermă şi media (obiectivă) pentru sector (vezi cadrul 3.5).

Cadrul 3.5. Calitatea indicatorilor din economia reală

„Producţia medie anuală de lapte a vacilor din ţara noastră variază între 1.500 şi 2.100 kg, cu un conţinut de 3,7-3,9% grăsime, iar a bivolităţelor între 700 şi 1.100 kg, cu 7-8% grăsime."[8]

Astfel, de exemplu, în eventualitatea că la nivelul unei ferme de creştere a bivolităţelor, nivelul mediu al producţiei ar fi inferior celui de 700 kg de lapte pe cap de animal, s-ar putea ridica semne de întrebare imediate asupra nivelului de performanţă al unităţii economice şi s-ar putea lua decizii în consecinţă (de exemplu, un control al activităţii angajaţilor – există poate sustrageri de produse finite?).

Din păcate, în domeniul finanţelor, nivelul de subiectivism al indicatorilor este indiscutabil mai ridicat. De multe ori, nivelul lor este calificat drept satisfăcător sau nesatisfăcător de anumite cerinţe nefundamentate din punct de vedere ştiinţific. De exemplu, rentabilitatea unui proiect de investiţii se compară cu rata de rentabilitate solicitată de investitori, chiar dacă această rată este fundamentată numai pe dorinţele investitorului[9]. În mod analog, de multe ori, şi în domeniul analizei financiare reperele sunt fixate în mod relativ arbitrar. Cu toate acestea, ele trebuie luate în considerare. Un astfel de reper îl reprezintă **indicatorii planificaţi de managementul companiei (indiferent de palier)**. Practic, se compară realizările managementului cu indicatorii planificaţi de acesta (comparaţie a indicatorilor *ex post* cu previziunile *ex ante*). Comparaţia poate fi relevantă pentru a cuantifica nivelul de îndeplinire a obiectivelor fixate de însuşi managerul companiei. În cazul în care indicatorii efectivi se situează sub nivelul reperelor, este posibil ca managementul să nu fi desfăşurat o activitate performantă sau ca indicatorii-ţintă să fi fost nerealişti. În cazul în care indicatorii efectiv realizaţi sunt superiori celor ţintă, este posibil ca activitatea companiei să fi fost performantă, dar şi ca reperele să fi fost fixate (în mod deliberat) la paliere modeste.

Un al doilea tip de repere este dat de nivelurile indicatorilor companiilor din acelaşi sector de activitate. În general, se consideră drept reper media pe sector, precum şi concurenţii.

În ceea ce priveşte **media pe sectorul de activitate** (de asemenea, se pot avea în vedere şi mediana, precum şi cuantilele), se doreşte poziţionarea performanţelor companiei într-un anumit context economic. În opţiunea pentru un anumit reper, este foarte importantă adecvarea la cerinţele informaţionale ale analizei. Pentru companii foarte mari, comparaţiile internaţionale sunt cele mai relevante, în timp ce pentru companii foarte mici, comparaţia poate fi relevantă chiar şi pentru zone dintr-o anumită localitate. Pentru calculul indicatorilor de medie la nivel de sector, alături de indicatorul de performanţă, trebuie ales şi un coeficient de ponderare. De cele mai multe ori, se utilizează drept coeficienţi de ponderare mărimea totală a activelor companiei şi cifra de afaceri, dar lista nu este exhaustivă şi depinde de scopul analizei (vezi cadrul 3.6).

---

[8] Bran, Mariana (coordonator), *Zootehnie comparată – producţie, procesare, protecţie*, Editura Meteor Press, Bucureşti, 2004, p. 15.

[9] Dragotă, Victor; Semenescu, Andreea; Pele, Daniel Traian, "Some considerations on investment project valuation", *Annals of University of Craiova – Economic Science Series*, Vol. 2(36), May 2008, pp. 481-488, http://ideas.repec.org/a/aio/aucsse/v2y2008i1p481-488.html

Cadrul 3.6. Piața și indicatorii caracteristici

În regiunea X se află trei stații de alimentare cu benzină – ALFA, BETA și GAMMA. Pentru fiecare dintre acestea se cunosc cifra de afaceri, totalul activului și cantitatea de benzină vândută la pompă pe parcursul unui an. Pentru calculul unui indicator mediu pentru companiile concurente, se poate realiza un calcul al indicatorului mediu utilizând oricare dintre cei trei indicatori. Cu toate acestea, pentru a constata nivelul maxim de performanță, cantitatea de benzină vândută la pompă pe parcursul unui an este cel mai elocvent în comparație. Totodată, din perspectiva stabilității financiare, poate fi preferat totalul activului. Cifra de afaceri este un indicator mai puțin relevant în ambele situații – pentru performanță, cifra de afaceri include și vânzările unor mărfuri mai puțin importante pentru activitatea unei stații de benzină, de cele mai multe ori cumpărate tocmai de cumpărătorii de benzină (care în absența cumpărării acestui produs probabil că nu ar fi cumpărat și alte produse), iar pentru stabilitate – cifra de afaceri nu poate reprezenta o garanție reală.

Unii dintre indicatorii ce pot fi utilizați în comparații sunt disponibili relativ ușor. De exemplu, Bursa de Valori din București furnizează informații cu privire la indicatorii medii pe sectorul de activitate (vezi cadrul 3.7). În capitolul 10 vom analiza indicatorii de piață prezentați aici (P/BV, PER, DIVY).

Cadrul 3.7. Informații furnizate de Bursa de Valori din București ce pot fi utilizate în comparațiile sectoriale

Data	Sector	Nr. companii listate	Capitalizarea bursieră sector	Pondere capitalizare sector în total capitalizare	Capitaluri proprii	P/BV	PER	DIVY
06.06.2011	industria extractivă	3	22.691.614.676,60	18,37	16.472.706.603,00	1,38	12,48	4,43
06.06.2011	produse ale industriei prelucrătoare	53	8.151.986.025,59	6,60	6.528.596.536,00	1,07	8,55	4,20
06.06.2011	energie electrică și termică, gaze și apă	1	1.700.632.894,40	1,38	2.355.441.697,00	0,72	14,16	0,50
06.06.2011	construcții	7	334.117.531,70	0,27	918.335.883,00	0,35	25,76	1,15
06.06.2011	comerțul cu ridicata și cu amănuntul, repararea autovehiculelor, motocicletelor și a bunurilor personale și de uz gospodăresc	6	356.130.705,70	0,29	400.283.500,00	0,89	20,00	1,03
06.06.2011	hoteluri și restaurante	3	168.529.415,60	0,14	556.626.804,00	0,30	17,69	0,69
06.06.2011	transport, depozitare și comunicații	4	3.487.764.073,97	2,82	2.759.469.196,00	1,26	8,50	4,44
06.06.2011	intermedieri financiare	10	15.576.672.834,32	12,61	3.884.519.240,00	0,94	16,44	2,73

Sursa: Bursa de Valori din București, http://www.bvb.ro/ site accesat la 6 iunie 2011.

În ceea ce privește **concurenții**, sunt de interes pentru comparații performanțele principalilor concurenți ai celei mai performante companii din sector, dar și ai celei mai puțin performante. Apropierea față de una dintre cele două variante extreme poate să dea speranțe companiei sau, dimpotrivă, o stare de neliniște.

În practică, în ceea ce privește reperele alese, pot apărea anumite dificultăți. Astfel, este posibil ca o anumită companie să acționeze într-un anumit sector de activitate în proporție de 60%, dar și în alte sectoare de activitate. În aceste condiții, datele agregate pot constitui o problemă, ideală fiind folosirea în comparații numai a activităților comune companiei analizate și comparabilelor.

Un reper convenabil îl poate reprezenta **trecutul companiei**. În ceea ce-l privește pe acesta, în majoritatea cazurilor, există o disponibilitate a datelor utile în comparație. Totuși, trebuie manifestată circumspecție în ceea ce privește aceste date, dacă au existat modificări substanțiale în ceea ce privește compania (modificări ale domeniului principal de activitate, modificări substanțiale în structura acționariatului etc.) sau în ceea ce privește mediul economic (de exemplu, majoritatea indicatorilor înregistrați de companiile din România înainte de 1989 nu pot fi utilizați în comparații, întrucât sistemul economic era fundamental diferit de cel de astăzi). Există și indicatori care pot fi utilizați în comparații pe perioade foarte îndelungate, dar de cele mai multe ori indicatorii financiari nu intră în această categorie. De exemplu, producția medie la hectar pentru o fermă agricolă nu ar trebui să depindă substanțial de regimul politic; cu toate acestea, profitul net al aceleiași ferme înainte de 1989 este irelevant – indicatorul practic nu exista în sistemul comunist.

Un principiu fundamental care nu trebuie uitat de analiști este menținerea aceleiași metodologii de calcul al indicatorilor, în cazul în care se dorește compararea acestora din punct de vedere istoric sau cu alte companii. De exemplu, în cazul în care indicatorii pentru o companie sunt calculați cu respectarea standardelor internaționale de raportare financiară (în engleză, *International Financial Reporting Standard,* de multe ori prescurtat *IFRS*)[10], iar pentru alta – nu, comparația nu are substanță[11].

În același context, merită acordată atenție unor aspecte de „contabilitate creativă". Deși scopul contabilității este de a reda în mod corect realitatea, mai ales în contextul problemelor legate de asimetria informațională și de problemele de agent, analiza merită să țină cont de unele „înfrumusețări" nesistematice ale datelor contabile – vezi, de exemplu, creșterea sau scăderea profitului prin intermediul cheltuielilor în avans, schimbării metodelor de evaluare a stocurilor etc.

3.4. Corecții

Ca principiu, analiza financiară se bazează pe date din trecut. Cu toate acestea, de cele mai multe ori, ea nu trebuie restricționată numai la prezentarea obiectivă a realității așa cum s-a desfășurat în trecut, ci merită să se manifeste ca un instrument util în luarea deciziilor. Din această perspectivă, se poate discuta despre două tipuri de indicatori. Pe de o parte, poate fi util calculul și interpretarea indicatorilor ***efectiv înregistrați*** de întreprindere. Pe de altă parte, merită calculați și interpretați și indicatorii ***corectați, după eliminarea factorilor cu caracter conjunctural, excepțional.***

Unii dintre indicatori au prin definiție un caracter de excepție. De exemplu, anumite venituri și cheltuieli ale întreprinderii – cele legate de calamități naturale – sunt definite și în contabilitate drept extraordinare. Pentru alte categorii de venituri și cheltuieli – vezi de exemplu:

[10] http://www.ifrs.org/IFRSs/IFRS.htm

[11] Majoritatea statelor au adoptat IFRS. Cu toate acestea, există și state care nu au adoptat principiile acestora. Pentru o situație actualizată, inclusiv referitoare la România și Republica Moldova, vezi: http://www.iasplus.com/en/resources/use-of-ifrs

amenzi şi penalităţi plătite, venituri din vânzarea unor active ale întreprinderii, cheltuieli legate de vânzarea acestora – se poate considera ca principiu caracterul excepţional.

Pentru alte situaţii, evidenţierea caracterului excepţional este mai dificilă. Un set de exemple este oferit în cadrul 3.8.

Cadrul 3.8. Elemente cu caracter excepţional care pot fi avute în vedere pentru corecţii

Unele din activele întreprinderii au un caracter redundant, respectiv nu sunt utilizate în activitatea de exploatare a acesteia. În cazul în care se doreşte evidenţierea potenţialului economic al companiei, respectiv capacitatea acesteia de a degaja cash flow-uri, se poate face abstracţie de aceste active (se poate conta pe cash flow-urile rezultate din vânzarea activelor). Cu toate acestea, poate fi dificil de identificat caracterul de redundanţă. De exemplu, o creşă de care pot beneficia angajaţii unei întreprinderi nu generează cash flow-uri, dar poate creşte ataşamentul angajaţilor faţă de companie, productivitatea muncii şi performanţa în general. Un alt exemplu: o frescă sau un tablou aflate într-o instituţie de învăţământ superior nu folosesc activităţii de bază desfăşurate de aceasta (educaţie şi cercetare). Pe de altă parte, ele pot ajuta la creşterea prestigiului instituţiei, deci la creşterea numărului de studenţi şi de parteneri interesaţi în colaborări comune.

În ceea ce priveşte veniturile companiei, o parte a acestora poate fi datorată unor persoane-cheie: fie managerul acesteia, fie alţi angajaţi (de exemplu, bucătarul-şef pentru un restaurant de lux, pur şi simplu un angajat care aduce un număr substanţial de clienţi companiei). În cazul părăsirii companiei de către aceştia, veniturile se pot modifica substanţial. Totodată, pentru o companie avută în vedere pentru cumpărare sau analizată în vederea redresării, veniturile pot fi corectate faţă de situaţia în care compania era condusă de managerul care a determinat această situaţie.

În ceea ce priveşte cheltuielile, se pot întâlni situaţii în care cheltuielile cu anumiţi furnizori sunt supradimensionate (cazul companiilor „căpuşă"), salariile anumitor angajaţi sunt supradimensionate (există relaţii „speciale" între aceştia şi managementul companiei respective) etc. În anumite situaţii, se poate constata şi o sub-dimensionare a cheltuielilor, care nu reflectă condiţiile reale de pe piaţă.

De asemenea, în ceea ce priveşte analiza comparativă a indicatorilor, în anumite cazuri, devine foarte importantă **luarea în considerare a sezonalităţii**. Sezonalitatea se manifestă în mod hotărâtor în anumite sectoare de activitate (agricultură, turism etc.). În aceste cazuri, în funcţie de scop, analiza trebuie realizată în indicatori calculaţi ca medie anuală, sau ca indicatori calculaţi pe o anumită perioadă relevantă. Vom reveni pe parcursul lucrării noastre cu evidenţierea unor situaţii ce merită avute în vedere în funcţie de context, pentru moment limitându-ne la exemplul din cadrul 3.9.

Cadrul 3.9. Sezonalitate sau medie anuală

Societatea comercială PARQUE SA Sfântu-Gheorghe este amplasată pe malul Mării Negre. Activitatea sa este puternic influenţată de sezon, hotelul fiind deschis în perioada mai-octombrie. Majoritatea personalului este reprezentată de angajaţi cu caracter sezonier (şase luni), dar există şi câţiva angajaţi cu activitate pe parcursul întregului an.

În ceea ce priveşte calculul indicatorilor, unii dintre aceştia se vor calcula ca medii anuale (chiar dacă activitatea efectivă se desfăşoară numai pe parcursul a şase luni), în timp ce alţii se vor calcula la nivel de medie anuală.

Astfel, pentru a calcula duratele medii de rotaţie ale elementelor de activ circulant (în primul rând, stocuri), este recomandată utilizarea perioadei de funcţionare efectivă (180 de zile). Pentru a calcula salariul mediu anual, pentru majoritatea angajaţilor, este necesară raportarea la cele şase luni de activitate.

Pe de altă parte, în ceea ce priveşte indicatorii legaţi de imobilizări şi de finanţarea acestora, este adecvat calculul ca medie anuală. În plus, activitatea sezonieră trebuie să asigure şi resursele financiare pentru plata salariaţilor cu activitate pe întregul an calendaristic.

În anumite situații, companiile nu desfășoară activitate pe parcursul întregului an și din motive ce nu țin de sezonalitate. Un exemplu simplu poate fi dat de companiile care își încep sau își încetează activitatea pe parcursul anului. În acest caz, pentru asigurarea comparabilității dintre exercițiile financiare sau cu alte companii, trebuie realizată o extrapolare a indicatorilor, ca și cum activitatea s-ar fi desfășurat pe întregul an calendaristic. Subliniem că aceste corecții trebuie realizate cu atenție la înțelegerea fenomenului real. De exemplu, să presupunem că o companie își desfășoară activitatea numai pe parcursul unei jumătăți de an. Pentru asigurarea comparabilității cu o altă companie din același sector, cifra de afaceri înregistrată ar trebui corectată (prin dublare). Pe de altă parte, nivelul imobilizărilor companiei nu ar trebui corectat.

Referințe bibliografice

Bran, Mariana (coordonator), *Zootehnie comparată – producție, procesare, protecție*, Editura Meteor Press, București, 2004

Dragotă, Mihaela, *Decizia de investire pe piața de capital*, Editura ASE, București, 2006

Dragotă, Victor, *Evaluarea acțiunilor societăților comerciale*, Coediție Editura Economică și Editura IROVAL, București, 2006

Dragotă, Victor; Mitrică, Eugen, "Emergent capital markets' efficiency: The case of Romania", *European Journal of Operational Research*, 155, 2004, pp. 353-360

Dragotă, Victor; Semenescu, Andreea; Pele, Daniel Traian, "Some considerations on investment project valuation", *Annals of University of Craiova – Economic Science Series*, Vol. 2(36), May 2008, pp. 481-488, http://ideas.repec.org/a/aio/aucsse/v2y2008i11p481-488.html

Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura IRECSON, București, 2005

Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Dămian, Oana-Alexandra; Stoian, Andreea; Mitrică, Eugen; Lăcătuș, Carmen Maria; Manațe, Daniel; Țâțu, Lucian; Hândoreanu, Cătălina Adriana, *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2009

Shiller, Robert J., *Market Volatility*, Fifth printing, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 1997

http://www.ifrs.org/IFRSs/IFRS.htm

Lecturi ulterioare

Dragotă, Victor, *Evaluarea acțiunilor societăților comerciale*, Coediție Editura Economică și Editura IROVAL, București, 2006 – capitolul 1

Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Dămian, Oana-Alexandra; Stoian, Andreea; Mitrică, Eugen; Lăcătuș, Carmen Maria; Manațe, Daniel; Țâțu, Lucian; Hândoreanu, Cătălina Adriana, *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2009 – capitolul 2

Spence, Michael, *Market Signalling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1974

Verificați-vă cunoștințele!

- În cazul în care aveți posibilitatea de a opta, în vederea efectuării analizei financiare pe baza bilanțului, între indicatori exprimați în mărime contabilă și indicatori exprimați la prețurile pieței, folosirea cărora vi se pare preferabilă? De ce?
- În cazul în care efectuați analiza financiară pe cazul unei întreprinderi ce acționează în agricultură (domeniu: cultura plantelor), considerați preferabilă utilizarea bilanțului la finele anului sau a situației patrimoniului la un anumit moment de pe parcursul acestuia? Dezvoltați ideile.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- În cazul în care efectuați analiza financiară pe cazul unei întreprinderi ce acționează în agricultură (domeniu: creșterea animalelor), considerați preferabilă utilizarea bilanțului la finele anului sau a situației patrimoniului la un anumit moment de pe parcursul acestuia? Dezvoltați ideile.
- Identificați companiile comparabile pentru un butic amplasat în București, într-un cartier periferic (Militari), între blocuri.
- Identificați companiile comparabile pentru o companie din industria extractivă (extracție petrol), cu sediul în Abu Dhabi.
- Evidențiați cheltuieli cu caracter anormal pe care le puteți regăsi în contul de rezultate al unei companii.

Probleme şi studii de caz

3.1. Ce sumă veți deține (în termeni reali) după un an, în cazul în care depuneți 100.000 RON la o rată a dobânzii de 10% anual, cu plata dobânzii semestrial, în regim de dobândă compusă, în condițiile în care rata inflației anuale este de 7%?

3.2. Presupunând că un analist realizează toate previziunile în prețuri constante, la nivelul prețurilor din momentul previziunii, care va fi valoarea actuală a unei sume egale cu 100.000 RON încasabilă peste un an, dacă rata de actualizare în termeni nominali este egală cu 10%, iar rata de actualizare în termeni reali este de 5%?

3.3. Considerând o rată de actualizare egală cu 10% (rată nominală), care va fi valoarea actuală a unei sume care se va încasa peste trei ani, egală cu 100.000 RON, în condițiile în care ratele anuale ale inflației anticipate sunt egale cu 12%, 8% și, respectiv 5%? Dar dacă rata de actualizare de 10% era o rată reală?

3.4. Care este perioada în care o sumă investită astăzi își va dubla valoarea (în termeni reali), în condițiile investirii la o rată de remunerare de 5% în termeni nominali, în regim de dobândă compusă, în condițiile în care rata inflației medie anuală anticipată este egală cu 3%?

3.5. Transformați în prețurile exercițiului financiar actual o sumă egală cu 100 u.m. ce va fi încasată ca urmare a unui contract ce prevede plata sumei peste 3 luni și 23 de zile, în condițiile în care rata inflației medii anuale anticipate este egală cu 10%.

Soluții

3.1. 102,80 u.m.

3.2. 95.238,09 u.m. Cât timp previziunea se realizează în prețuri constante, impactul inflației a fost deja luat în considerare, deci actualizarea trebuie realizată la rata în termeni reali.

3.3. În cazul în care rata de actualizare de 10% este nominală, suma de 100.000 RON fiind exprimată în prețuri curente, valoarea actuală a acestei sume va fi egală cu: $\frac{100.000}{(1+0,1)^3} = 75.131,48$ RON. În cazul în care rata de actualizare este o rată reală, valoarea actuală a acestei sume va fi egală cu: $\frac{100.000}{(1+0,1)^3(1+0,12)(1+0,08)(1+0,05)} = 59.154,92\ RON.$

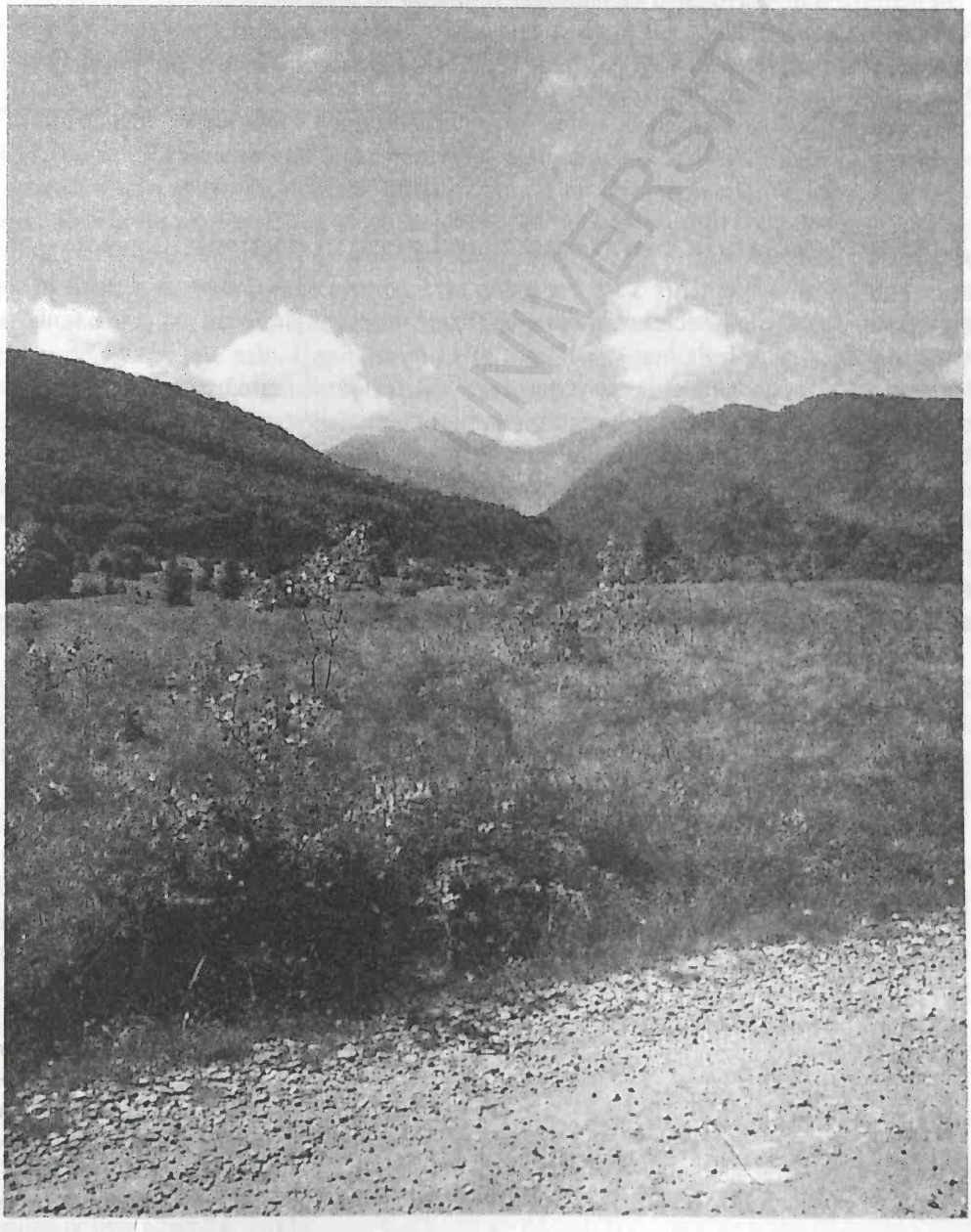
3.4. $t = \frac{\ln 2}{\ln(\frac{1,05}{1,03})} = \frac{0,6931}{0,0192} = 36,1\ ani.$

Capitolul 4

Analiza poziţiei financiare

Înţeleptul se întreabă singur care sunt cauzele greşelilor sale; cel nesocotit întreabă pe alţii.

Confucius



BCU UNIVERSITY LIBRARY

După parcurgerea acestui capitol, sperăm că veți avea abilitatea de a identifica principalele aspecte privind echilibrul financiar la nivelul bilanțului financiar, precum și corelațiile de bază ce trebuie respectate în finanțarea necesarului de resurse la nivelul exploatării (a necesarului de fond de rulment).

În postura dumneavoastră de manager financiar al unui supermarket sunteți informat de faptul că nivelul plăților zilnice a depășit nivelul încasărilor zilnice. La o analiză mai atentă, constatați că acest fenomen are un caracter repetitiv. Ce informații solicitați? În cazul în care aceste informații vă vor fi furnizate, ce soluții propuneți?

Abilităţi dobândite în urma citirii acestui capitol:

- Înțelegerea corecțiilor necesare pentru analiza bilanțului financiar, a celui funcțional și a celui economic;
- Înțelegerea principalelor obiective pe care merită să le urmărească în analiza poziției financiare diferiți stakeholderi, precum și a particularităților analizei ai cărei destinatari sunt aceştia;
- Înțelegerea valențelor informaționale ale analizei lichiditate – exigibilitate pe baza bilanțului financiar;
- Înțelegerea valențelor informaționale ale analizei funcționale a bilanțului;
- Înțelegerea valențelor informaționale ale analizei bilanțului economic;
- Înțelegerea valențelor informaționale ale analizei situației modificărilor capitalului propriu.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

4.1. O introducere în context

Din punct de vedere terminologic, echilibrul financiar poate avea numeroase accepțiuni. Se poate vorbi despre o companie echilibrată în cazul în care veniturile sunt mai mari sau egale cu cheltuielile, în cazul în care încasările sunt mai mari sau egale decât plățile etc. Alături de acestea, în prezentul capitol ne vom referi la abilitatea companiei de a-și asigura echilibrul în ceea ce privește nivelul trezoreriei, sau într-o viziune mai largă, de a fi caracterizată prin solvabilitate și lichiditate. În limbaj financiar, aceste aspecte se circumscriu **analizei poziției financiare**.

Indiferent de abilitățile managementului financiar, o întreprindere constituie o reflectare a unei realități economice obiective. O societate comercială este caracterizată prin anumite atribute specifice, precum localizarea geografică, sectorul unde acționează sau capacitatea managementului general (vezi și capitolul 11). Finanțele pot ajuta o companie în demersul său de maximizare a averii acționarilor sau de armonizare a obiectivelor stakeholderilor, dar nu pot face decât rareori minuni în absența unei activități economice performante sau, măcar, satisfăcătoare. Din această perspectivă, pentru a înțelege realitatea la nivelul companiei, o analiză obiectivă a stării activelor companiei este indispensabilă. Adesea, chiar și numai pe baza acesteia, în funcție de obiectivele managementului și de particularitățile întreprinderii, se pot oferi soluții utile de natură financiară.

Odată realizată optimizarea activelor companiei, se va urmări și finanțarea acestora, de asemenea în funcție de obiectivele propuse. Se poate urmări o finanțare a activelor orientată spre resursele financiare pe termen lung sau spre resursele financiare pe termen scurt, fiecare cu avantajele și dezavantajele sale. Capitalurile pe termen lung (capitaluri proprii și datorii financiare pe termen lung) prezintă avantajul stabilității – compania poate beneficia de resurse financiare pe o perioadă mai îndelungată – dar de cele mai multe ori sunt mai costisitoare decât resursele procurate pe termen scurt (datorii de exploatare, unele credite de trezorerie). Alternativ, capitalurile pe termen scurt sunt de cele mai multe ori mai ieftine, dar au o scadență mai apropiată, ceea ce poate ridica probleme managementului pentru asigurarea continuității în finanțare.

Din punctul de vedere al informațiilor utilizate, analiza poziției financiare se realizează preponderent pe baza bilanțului contabil sau documentelor complementare acestuia (balanța de verificare, alte situații financiar contabile care evidențiază elementele de activ, capitaluri și datorii)[1]. De multe ori, în funcție de obiectivele analizei, se pot avea în vedere corecții ale acestor posturi bilanțiere. Corecțiile pot privi atât transformarea valorilor contabile în valori de piață, dar și alte aspecte, după cum vom exemplifica în continuare. Aceste corecții pot fi determinate de necesitățile (obiectivele specifice ale) analizei, dar și de interesul stakeholderului interesat de această analiză. Astfel, de exemplu, analiza poate fi orientată cu predilecție spre evidențierea modului în care sunt finanțate activele de exploatare (analiza funcțională a bilanțului). Pe de altă parte, analiza poate fi orientată spre evidențierea modalității de finanțare a activelor, indiferent de modul de utilizare al acestora, accentul punându-se pe asigurarea unui echilibru între lichiditatea activelor și exigibilitatea datoriilor (analiza patrimonială a bilanțului). În același timp, merită evidențiat faptul că unii stakeholderi – managerii fiind cel mai bun exemplu – sunt interesați preponderent pe asigurarea condițiilor pentru ca activele să fie utilizate cu un randament maxim, fiind mai înclinați față de riscuri, în timp ce alții (vezi, de exemplu, creditorii) sunt mai prudenți.

[1] Din punct de vedere tehnic, analiza se realizează pe baza celor mai recente informații. Din acest motiv, de multe ori analiza se va realiza pe baza balanței de verificare, dar urmărind aceleași corelații ca în cazul analizei pe bază de bilanț. În fapt, după cum se va putea urmări în continuare, oricum este necesară o prelucrare în funcție de necesitățile analizei și în cazul analizei pe baza bilanțului contabil.

Statică prin excelență, analiza poziției financiare își propune identificarea stării de echilibru (de dezechilibru) existente la nivelul întreprinderii. În cea mai simplă variantă, ea se realizează pe baza bilanțului contabil și a informațiilor oferite de acesta. O bună perioadă, contabilitatea aplicată în România nu a reușit să reflecte situația concretă existentă la nivelul întreprinderii analizate, motiv pentru care de multe ori se apela la un set de corecții legate de evaluarea posturilor de activ și de capitaluri și datorii, pentru a obține valori cât mai apropiate de valoarea de piață a acestora. Conform legislației actuale din România, pentru acele elemente a căror valoare este nesigură și care trebuie incluse în situațiile financiare, în contabilitate trebuie făcute cele mai bune estimări. În acest scop, uneori este necesară revizuirea valorilor înregistrate în documentele contabile pentru a reflecta evenimente ulterioare datei de închidere a exercițiului financiar, schimbările de circumstanțe sau dobândirea de noi informații, ori de câte ori aceste informații sunt semnificative. În afara acestor corecții, asupra bilanțului contabil trebuie efectuate anumite corecții și reordonări ale posturilor, în funcție de obiectivul final urmărit în analiză. În aceste condiții, de exemplu, o analiză a situației financiare integrată în procedurile operaționale legate de evaluarea întreprinderii diferă de cea efectuată în cazul studiului unui dosar de creditare[2].

Conform legislației aplicabile în România, formatul bilanțului este următorul[3]:

A) Active imobilizate

I) Imobilizări necorporale

1. Cheltuieli de constituire
2. Cheltuieli de dezvoltare
3. Concesiuni, brevete, licențe, mărci, drepturi și valori similare și alte imobilizări necorporale
4. Fondul comercial
5. Avansuri și imobilizări necorporale în curs de execuție

II) Imobilizări corporale

1. Terenuri și construcții
2. Instalații tehnice și mașini
3. Alte instalații, utilaje și mobilier
4. Avansuri și imobilizări corporale în curs de execuție

III) Imobilizări financiare

1. Acțiuni deținute la entitățile afiliate
2. Împrumuturi acordate entităților afiliate
3. Interese de participare
4. Împrumuturi acordate entităților de care compania este legată în virtutea intereselor de participare
5. Investiții deținute ca imobilizări
6. Alte împrumuturi

B) Active circulante

I) Stocuri

1. Materii prime și materiale consumabile
2. Producția în curs de execuție

[2] Bellalah, Mondher, *Gestion Financière. Diagnostic, évaluation et choix des investissements*, Economica, Paris, 1998, pp. 15-16.

[3] Vezi și Caraiani, Chirața; Dumitrana, Mihaela (coordonatori), *Bazele contabilității*, ediția a cincea, Editura Universitară, București, 2011, p. 276 și urm.

3. Produse finite şi mărfuri
4. Avansuri pentru cumpărări de stocuri

II) Creanţe[4]

1. Creanţe comerciale
2. Sume de încasat de la entităţile afiliate
3. Sume de încasat de la entităţile de care compania este legată în virtutea intereselor de participare
4. Alte creanţe
5. Capital subscris şi nevărsat

III) Investiţii financiare pe termen scurt

1. Acţiuni deţinute la entităţile afiliate
2. Alte investiţii financiare pe termen scurt

IV) Casa şi conturi în bănci

C) Cheltuieli în avans

D) Datorii ce trebuie plătite într-o perioadă de un an

1. Împrumuturi din emisiunea de obligaţiuni[5]
2. Sume datorate instituţiilor de credit
3. Avansuri încasate în contul comenzilor
4. Datorii comerciale
5. Efecte comerciale de plătit
6. Sume datorate entităţilor afiliate
7. Sume datorate entităţilor de care compania este legată în virtutea intereselor de participare
8. Alte datorii, inclusiv datorii fiscale şi datorii pentru asigurările sociale

E) Active circulante nete, respectiv datorii curente nete

F) Total active minus datorii curente

G) Datorii ce trebuie plătite într-o perioadă mai mare de un an

1. Împrumuturi din emisiunea de obligaţiuni[6]
2. Sume datorate instituţiilor de credit
3. Avansuri încasate în contul comenzilor
4. Datorii comerciale
5. Efecte de comerţ de plătit
6. Sume datorate entităţilor afiliate
7. Sume datorate entităţilor de care compania este legată în virtutea intereselor de participare
8. Alte datorii, inclusiv datorii fiscale şi datorii pentru asigurările sociale

H) Provizioane

1. Provizioane pentru pensii şi alte obligaţii similare
2. Provizioane pentru impozite
3. Alte provizioane

I) Venituri în avans

1. Subvenţii pentru investiţii
2. Venituri înregistrate în avans

J) Capital şi rezerve

[4] Sumele care urmează a fi încasate după o perioadă mai mare de un an trebuie prezentate separat pentru fiecare element.
[5] Se vor prezenta separat împrumuturile din emisiunea de obligaţiuni convertibile.
[6] *Idem.*

BCU INSTITUTIONAL UNIVERSITY LIBRARY

I) Capital
1. Capital subscris vărsat
2. Capital subscris nevărsat
3. Patrimoniul regiei

II) Prime de capital

III) Rezerve din reevaluare

IV) Rezerve
1. Rezerve legale
2. Rezerve statutare sau contractuale
3. Rezerve reprezentând surplusul realizat din rezerve din reevaluare
4. Alte rezerve

Acţiuni proprii

Câştiguri legate de instrumente de capitaluri proprii

Pierderi legate de instrumente de capitaluri proprii

V) Profitul sau pierderea reportat(ă)

VI) Profitul sau pierderea exerciţiului

Patrimoniul public

În lucrarea noastră, nu vom insista asupra elementelor de contabilitate prezentate în legislaţie, precum şi în numeroase lucrări de specialitate[7]. Scopul nostru este limitat la a evidenţia unele aspecte fundamentale necesare în managementul financiar al companiei.

Pentru necesităţile de analiză financiară, în general se consideră posibilitatea utilizării a trei tipuri de bilanţuri, respectiv financiar, funcţional şi economic[8]. Acestea constituie în fapt prelucrări ale bilanţului prezentat conform legii, pentru a facilita obţinerea anumitor informaţii în concordanţă cu obiectivul specific al analizei financiare. Aceste trei tipuri de bilanţuri (sau, altfel spus, aceste tipuri de prelucrări ale informaţiei contabile) pot fi considerate aplicabile pentru informaţiile furnizate în aceste documente, indiferent de formularele solicitate în diferite legislaţii. Cu toate acestea, uneori modul de înregistrare a diferitelor elemente de activ, capitaluri şi datorii poate crea anumite dificultăţi în asigurarea comparabilităţii unor indicatori, de la ţară la ţară.

Bilanţul financiar constituie acel tip de bilanţ în care posturile sunt ordonate în funcţie de lichiditate (pentru posturile de activ), respectiv exigibilitate (pentru posturile de capitaluri şi datorii). Lichiditatea reprezintă o cuantificare a capacităţii activelor întreprinderii de a se transforma în lichidităţi (cash). De exemplu, activele de trezorerie se pot transforma foarte uşor în lichidităţi (acţiunile se pot vinde rapid pe piaţa de capital, depozitele bancare se pot retrage, disponibilităţile băneşti reprezintă prin excelenţă cash), în timp ce imobilizările nu pot fi vândute la un preţ apropiat de valoarea de piaţă atât de rapid în cazul în care societatea comercială îşi propune acest lucru. Exigibilitatea reprezintă o cuantificare a vitezei cu care elementele de capitaluri şi

---

[7] Vezi, de exemplu, lista nefiind cu siguranţă exhaustivă: Feleagă, Niculae; Malciu, Liliana; Bunea, Ştefan, *Bazele contabilităţii*, Editura Economică, Bucureşti, 2002; Ristea, Mihai (coordonator), *Contabilitate financiară*, Editura Universitară, Bucureşti, 2005; Caraiani, Chiraţa; Dumitrana, Mihaela (coordonatori), *Bazele contabilităţii*, ediţia a cincea, Editura Universitară, Bucureşti, 2011; Matiş, Dumitru; Pop, Atanasiu, *Contabilitate financiară*, ediţia a treia, Editura Casa Cărţii de Ştiinţă, Cluj-Napoca, 2010.

[8] Bellalah, Mondher, *Gestion Financière. Diagnostic, évaluation et choix des investissements*, Economica, Paris, 1998, p. 16.

datorii trebuie rambursate furnizorilor de resurse financiare. De exemplu, creditele de trezorerie sunt foarte exigibile, în timp ce, de cele mai multe ori, capitalurile proprii nu sunt exigibile. Din punct de vedere formal, şcoala de analiză anglo-saxonă ordonează aceste elemente de la lichiditatea, respectiv exigibilitatea maximă la cea minimă, în timp ce şcoala de analiză continental-europeană realizează prezentarea acestor indicatori în mod invers. Subliniem că această problemă are preponderent un caracter formal, şi nu constituie o chestiune de fond.

Bilanţul funcţional constituie acel tip de bilanţ fundamentat pe ordonarea posturilor în funcţie de natura lor, respectiv atât posturile de activ, cât şi cele de capitaluri şi datorii sunt structurate în funcţie de calitatea lor de a fi sau nu parte la procesul de exploatare. Ca atare, vom evidenţia în mod distinct activele şi capitalurile şi datoriile de exploatare, pe de o parte, şi activele şi capitalurile şi datoriile în afara exploatării, pe de altă parte.

Prezentarea economică a bilanţului exclude din capitaluri şi datorii datoriile de exploatare, pe considerentul că acestea reprezintă surse de finanţare implicite pentru activele circulante. Ca atare, activele companiei sunt segmentate în active imobilizate şi active circulante nete (diferenţa dintre activele circulante şi datoriile de exploatare), iar capitalurile şi datoriile vor cuprinde exclusiv capitalurile proprii şi datoriile purtătoare de dobânzi. Privit din perspectiva surselor de finanţare, bilanţul economic prezintă avantajul că evidenţiază efortul investiţional al furnizorilor de capitaluri stabile, pe termen lung.

Încă de la început, trebuie să subliniem că pentru a efectua o analiză performantă, profesionistul din domeniul finanţelor nu se poate limita la nivelul indicatorilor prezentaţi în bilanţul contabil, întocmit, conform cerinţelor legale, la finele exerciţiului. La această concluzie ne pot conduce cel puţin două elemente:

1. Unele companii pot prezenta o activitate sezonieră. Într-o astfel de categorie se pot înscrie întreprinderile agricole, dar şi multe alte tipuri de societăţi (de exemplu, hotelurile de pe litoral sau din zonele de schi, anumite fabrici din industria textilă etc.). Această sezonalitate are un impact semnificativ asupra bilanţului, situaţia indicatorilor contabili prezentaţi la finele exerciţiului, în cadrul documentelor contabile, încetând a mai prezenta o relevanţă acceptabilă în analiză. Ca urmare, în funcţie de necesităţile analizei, se poate opta pentru o analiză la diferite momente ale anului.

2. Unele companii pot utiliza tehnici de „cosmetizare" a situaţiei prezentate în bilanţ. Spre exemplu, o societate comercială care doreşte să păstreze aparenţe legate de o stare de lichiditate accentuată poate apela pe 27 decembrie la un credit pe termen lung (în situaţia în care există o bancă dispusă să îl acorde), care îi va creşte nivelul disponibilităţilor şi va crea o stare de aparentă lichiditate liniştitoare pentru stakeholderi. Pe 10 ianuarie, să zicem, ea va rambursa în avans acest credit şi va reveni la starea iniţială. Un investitor extern nu va cunoaşte în aceste condiţii care este situaţia reală a companiei. Pentru a rezolva parţial aceste probleme, o soluţie posibilă ar putea fi oferită de utilizarea unor indicatori medii, calculaţi la nivelul întregului an, sau de a se avea în vedere că indicatorii trebuie interpretaţi având în vedere momentul analizei.

Ideile fundamentale care pot fi deduse pe baza analizei bilanţului pot fi structurate, efectiv numai din necesităţi de ordin didactic, în următoarele puncte fundamentale:

i) Analiza structurii activului şi pasivului[9] bilanţier;

ii) Analiza dinamicii elementelor bilanţiere (creşterile şi descreşterile de elemente de activ şi de pasiv);

[9] În numeroase lucrări de contabilitate din România s-a renunţat la conceptul de „pasiv bilanţier", care a fost înlocuit de acela de „capitaluri şi datorii". La acest moment, ambele opinii coexistă în literatura de specialitate, precum şi în discuţiile dintre practicieni. Este motivul pentru care şi noi vom folosi ambii termeni, ca sinonime.

iii) Analiza echilibrului între resurse şi alocări, în funcţie de termene (pe termen lung, scurt, sau active/credite de trezorerie), pe care o vom numi în continuare **analiză patrimonială a bilanţului.** În această secţiune, se poate realiza şi analiza indicatorilor de lichiditate şi solvabilitate;

iv) Analiza echilibrului companiei la nivelul funcţional, respectiv pe activităţi de exploatare şi în afara exploatării (**analiza funcţională**). Acest tip de analiză constituie practic o analiză structurată în jurul necesarului de fond de rulment;

v) Analiza bilanţului economic;

vi) Analiza situaţiei modificării capitalurilor proprii.

Toate tipurile de analiză se pot realiza atât în valori absolute (în termeni monetari), cât şi procentual (în procente din activul/pasivul bilanţier). La rândul ei, analiza în termeni monetari se poate realiza în termeni nominali (aşa cum apar sumele în documentele contabile) sau reali (pe baza unor calcule de actualizare care să elimine efectul inflaţiei înregistrate pe parcursul anului). Trebuie să prevenim cititorul că în capitolul 6 al lucrării vom reveni asupra unor probleme conectate cu analiza pe bilanţ, odată cu analiza bilanţului exprimat în zile de rotaţie a elementelor de activ, prin intermediul cifrei de afaceri sau a componentelor sale.

În afara acestor elemente, recomandăm analistului financiar o sintetizare a datelor în concordanţă cu scopul urmărit în analiză. Spre exemplu, pentru o analiză a echilibrului financiar pe termen lung, trebuie insistat asupra activelor imobilizate şi a capitalurilor proprii şi a datoriilor pe termen lung. În acest context, elementele de bilanţ cu o lichiditate, respectiv exigibilitate sub un an pot fi considerate sintetic, fără a fi deci analizate distinct.

În fine, un ultim sfat: pentru a evita o pierdere excesivă a timpului dumneavoastră, vă recomandăm înscrierea informaţiilor oferite de bilanţ într-o foaie de lucru în EXCEL sau într-o altă aplicaţie informatică.

Un exemplu de bilanţ este prezentat în studiul de caz 4.1.

Studiul de caz 4.1. INGA SRL

Bilanţul contabil al societăţii comerciale INGA SRL care acţionează în domeniul comerţului *en gros* este prezentat mai jos[10]:

JUDEŢUL: BUCUREŞTI	FORMA DE PROPRIETATE.....privată
UNITATEA: INGA SRL	ACTIVITATEA (se va înscrie act. preponderentă)
Adresa loc. Bucureşti Sector: 6	COD GRUPA CAEN.....51
Str.: Urseni Nr. 6	CODUL FISCAL
Bl.: - Ap.: - Sc.: -	
TELEFON: 021.872.89.087 FAX: 021.872.89.082	
NUMARUL DIN REG. COMERŢULUI:....	

[10] Un cititor atent va constata faptul că formularul de bilanţ al companiei INGA SRL prezintă anumite diferenţe comparativ cu structura bilanţului prezentată mai sus. Diferenţele sunt în principiu de natură formală (uneori de terminologie). Chiar dacă reglementările pot modifica formularistica, esenţa analizei este aceeaşi. Insistăm pe ideea că în această lucrare punem accentul pe fondul problemei, şi nu pe aspectele formale. Formularistica se poate schimba oricând.

BILANȚ
încheiat la 31.XII ...

– mii lei –

ACTIV	Nr. rd.	Sold la:	
		începutul anului	sfârșitul anului
A	B	1	2
IMOBILIZĂRI NECORPORALE	01		
Cheltuieli de constituire și de cercetare-dezvoltare			
Alte imobilizări	02		
Imobilizări necorporale în curs	03		
TOTAL (rd. 01 la 03)	04		
IMOBILIZĂRI CORPORALE	05		
Terenuri			
Clădiri	06		
Construcții speciale	07		
Mașini, utilaje și mijloace de transport	08	493.080	343.410
Alte imobilizări corporale	09	515.330	560.060
Imobilizări corporale în curs	10		
TOTAL	11	1.008.410	904.010
IMOBILIZĂRI FINANCIARE – TOTAL	12		
I. ACTIVE IMOBILIZATE – TOTAL	13	1.008.410	904.010
STOCURI	14		
Stocuri de materii prime, materiale consumabile, obiecte de inventar, baracamente			
Stocuri aflate la terți	15		
Producție în curs de execuție	16		
Semifabricate, produse finite, produse reziduale	17		
Animale	18		
Mărfuri	19	5.528.840	26.661.990
Ambalaje	20		
TOTAL (rd. 14 la 20)	21	5.528.840	26.661.990
ALTE ACTIVE CIRCULANTE	22	1.436.750	
Furnizori-debitori			
Clienți și conturi asimilate	23	6.535.300	5.064.930
Alte creanțe	24	419.090	1.243.950
Decontări cu asociații privind capitalul	25		
Titluri de plasament	26		
Conturi la bănci în lei	27	1.699.900	1.448.020
Conturi la bănci în devize, în țară	28	20.570	46.650
Conturi la bănci în devize, în străinătate	29		
Casa în lei	30	30.730	107.020
Casa în devize	31		
Acreditive în lei	32		
Acreditive în devize	33		
Valori de încasat	34		
Alte valori	35	342.200	480.000

BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITY LIBRARY

ACTIV	Nr. rd.	Sold la:	
		începutul anului	sfârşitul anului
A	B	1	2
TOTAL (rd. 22 la 35)	36	10.484.540	8.390.570
II. ACTIVE CIRCULANTE – TOTAL **(rd. 21+36)**	37	16.013.380	35.052.560
CONTURI DE REGULARIZARE ŞI ASIMILATE Cheltuieli înregistrate în avans	38	46.470	46.150
Decontări din operaţii în curs de clarificare	39		
Diferenţe de conversie – activ	40	798.610	4.503.790
III. CONTURI DE REGULARIZARE ŞI ASIMILATE – TOTAL (rd. 38 la 40)	41	845.080	4.549.940
IV. Prime privind rambursarea obligaţiunilor	42		
TOTAL ACTIV (rd. 13+37+41+42)	43	17.866.870	40.506.510

– mii lei –

PASIV	Nr. rd.	Sold la:	
		începutul anului	sfârşitul anului
A	B	1	2
Capital social, din care:	52	1.000	31.000
- Capital subscris vărsat	53	1.000	31.000
Patrimoniul regiei	54		
Contul întreprinzătorului individual	55		
Prime legate de capital	56		
Diferenţe din reevaluare			
- Sold creditor	57		
- Sold debitor	58		
Rezerve	59	4.760	10.760
REZULTATUL REPORTAT Profitul nerepartizat	60		
Pierderea neacoperită	61		
REZULTATUL EXERCIŢIULUI Profit	62	5.466.000	6.734.850
Pierdere	63		
Repartizarea profitului	64	5.466.000	6.734.850
Alte fonduri	65	1.034.730	1.034.730
Subvenţii pentru investiţii	66		
Provizioane reglementate	67		
I. CAPITALURI PROPRII – TOTAL	68	1.040.490	1.076.490
Patrimoniul public	69		
CAPITALURI – TOTAL (rd. 68+69)	70	1.040.490	1.076.490
II. PROVIZIOANE PENTRU RISCURI ŞI CHELTUIELI	71	778.360	4.167.090
Împrumuturi şi datorii asimilate	72		
Furnizori şi conturi asimilate	73	9.141.870	26.174.400
Clienţi – creditori	74	1.059.320	2.289.630
Alte datorii	75	5.826.580	6.798.900

PASIV	Nr. rd.	Sold la:	
		începutul anului	sfârşitul anului
A	B	1	2
III. DATORII – TOTAL (rd. 72 la 75)	76	16.027.720	35.262.930
CONTURI DE REGULARIZARE ŞI ASIMILATE Venituri înregistrate în avans	77		
Decontări din operaţii în curs de clarificare	78		
Diferenţe de conversie – pasiv	79	20.250	
IV. CONTURI DE REGULARIZARE ŞI ASIMILATE – TOTAL (rd. 77 la 79)	80	20.250	
TOTAL PASIV (rd. 70+71+76+80)	81	17.866.870	40.506.510

Chiar şi o privire relativ superficială asupra acestui document ne poate releva informaţii utile în analiză. De exemplu, se poate constata că societatea comercială nu deţine în patrimoniu terenurile şi clădirile în care îşi poate desfăşura activitatea. De asemenea, se poate constata că majoritatea activelor sunt pe termen scurt – fenomen caracteristic anumitor societăţi comerciale din domeniul comerţului *en gros*. Totodată, se poate remarca o creştere a capitalului social al companiei, o garanţie suplimentară pentru creditori.

4.2. Analiza structurii activului şi pasivului bilanţier

Bilanţul, chiar şi după prelucrările la care a fost supus, nu poate oferi întotdeauna o imagine foarte clară a stării de echilibru sau dezechilibru financiar. Datele fiind exprimate în unităţi monetare, nu se pot observa imediat diferitele corelaţii dintre elementele de bilanţ. O soluţie o reprezintă prezentarea elementelor de bilanţ sub forma procentelor.

O primă prezentare se poate realiza sub formă procentuală (a procentelor tuturor posturilor de bilanţ în total activ (capitaluri şi datorii)). Pentru cazul companiei INGA SRL, acţionând în domeniul comerţului *en gros*, această situaţie se prezintă mai jos (vezi studiul de caz 4.1).

Studiul de caz 4.1. INGA SRL (continuare)

BILANŢ

– % –

ACTIV	Nr. rd.	Sold la:	
		începutul anului	sfârşitul anului
A	B	1	2
IMOBILIZĂRI NECORPORALE			
Cheltuieli de cercetare-dezvoltare	01	0	0
Alte imobilizări	02	0	0
Imobilizări necorporale în curs	03	0	0
TOTAL (rd. 01 la 03)	04	0	0
IMOBILIZĂRI CORPORALE			
Terenuri	05	0	0
Clădiri	06	0	0
Construcţii speciale	07	0	0
Maşini, utilaje şi mijloace de transport	08	2,7597447	0,84779
Alte imobilizări corporale	09	2,8842769	1,382642

ACTIV	Nr. rd.	Sold la:	
		începutul anului	sfârşitul anului
A	B	1	2
Imobilizări corporale în curs	10	0	0
TOTAL (rd. 05 la 10)	**11**	**5,6440216**	**2,231765**
IMOBILIZĂRI FINANCIARE – TOTAL	**12**	**0**	**0**
I. ACTIVE IMOBILIZATE – TOTAL (rd. 04+11+12)	**13**	**5,6440216**	**2,231765**
STOCURI			
Stocuri de materii prime, materiale consumabile, obiecte de inventar, baracamente	14	0	0
Stocuri aflate la terţi	15	0	0
Producţie în curs de execuţie	16	0	0
Semifabricate, produse finite, produse reziduale	17	0	0
Animale	18	0	0
Mărfuri	19	30,944648	65,82149
Ambalaje	20	0	0
TOTAL	21	30,944648	65,82149
ALTE ACTIVE CIRCULANTE			
Furnizori-debitori	22	8,0414197	0
Clienţi şi conturi asimilate	23	36,577755	12,50399
Alte creanţe	24	2,3456263	3,070988
Decontări cu asociaţii privind capitalul	25	0	0
Titluri de plasament	26	0	0
Conturi la bănci în lei	27	9,5142574	3,574783
Conturi la bănci în devize, în ţară	28	0,1151293	0,115167
Conturi la bănci în devize, în străinătate	29	0	0
Casa în lei	30	0,0171994	0,02642
Casa în devize	31	0	0
Acreditive în lei	32	0	0
Acreditive în devize	33	0	0
Valori de încasat	34	0	0
Alte valori	35	1,9152767	1,184995
TOTAL (rd. 22 la 35)	**36**	**58,681459**	**20,71413**
II. ACTIVE CIRCULANTE – TOTAL (rd. 21+36)	**37**	**89,626107**	**86,53562**
CONTURI DE REGULARIZARE ŞI ASIMILATE			
Cheltuieli înregistrate în avans	38	0,2600903	0,113932
Decontări din operaţii în curs de clarificare	39	0	0
Diferenţe de conversie – activ	40	4,4697812	11,11868
III. CONTURI DE REGULARIZARE ŞI ASIMILATE – TOTAL	**41**	**4,7298715**	**11,23261**
TOTAL ACTIV (rd. 13+37+41)	**43**	**100**	**100**

– % –

CAPITALURI ŞI DATORII	Nr. rd.	Sold la:	
		începutul anului	sfârşitul anului
A	B	1	2
Capital social, din care:	52	0,005597	0,076531
- Capital subscris vărsat	53	0,005597	0,076531

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITALURI ŞI DATORII	Nr. rd.	Sold la:	
		începutul anului	sfârşitul anului
A	B	1	2
Patrimoniul regiei	54	0	0
Contul întreprinzătorului individual	55	0	0
Prime legate de capital	56	0	0
Diferenţe din reevaluare			
sold creditor	57	0	0
sold debitor	58	0	0
Rezerve	59	0,0026641	0,002656
REZULTATUL REPORTAT			
Profitul nerepartizat	60	0	0
Pierderea neacoperită	61	0	0
REZULTATUL EXERCIŢIULUI			
Profit	62	30,592935	16,62659
Pierdere	63	0	0
Repartizarea profitului	64	30,592935	16,62659
Alte fonduri	65	5,7913333	2,554478
Subvenţii pentru investiţii	66	0	0
Provizioane reglementate	67	0	0
I. CAPITALURI PROPRII – TOTAL	**68**	**5,8235718**	**2,657573**
Patrimoniul public	69	0	0
CAPITALURI – TOTAL	**70**	**5,8235718**	**2,657573**
II. PROVIZIOANE PENTRU RISCURI ŞI CHELTUIELI	**71**	**4,356443**	**10,28746**
Împrumuturi şi datorii asimilate	72	0	0
Furnizori şi conturi asimilate	73	51,166601	64,61776
Clienţi – creditori	74	5,9289624	5,652499
Alte datorii	75	32,611084	16,78471
III. DATORII – TOTAL (rd. 72 la 75)	**76**	**89,706367**	**87,05497**
CONTURI DE REGULARIZARE ŞI ASIMILATE			
Venituri înregistrate în avans	77	0	0
Decontări din operaţii în curs de clarificare	78	0	0
Diferenţe de conversie – capitaluri şi datorii	79	0,1133383	0
IV. CONTURI DE REGULARIZARE ŞI ASIMILATE – TOTAL (rd. 77 la 79)	**80**	**0,1133383**	**0**
TOTAL CAPITALURI ŞI DATORII (rd. 70+71+76+80)	**81**	**100**	**100**

În activitatea concretă cu care vă veţi confrunta în rolul dumneavoastră de analist financiar, este preferabilă prezentarea unui număr mai redus de posturi. În primul rând, este indicată omiterea posturilor în care se înregistrează valori nule. Societatea comercială INGA SRL este un bun exemplu în acest sens: fiind o companie de comerţ *en gros,* posturi precum cheltuielile de cercetare-dezvoltare sau stocurile de materii prime, producţie în curs de execuţie sau produse finite nu vor apărea în bilanţ decât cu titlu excepţional.

Pentru exemplificare, în continuare este prezentată situaţia bilanţului exprimat sub forma procentelor pentru societatea comercială analizată, în cazul în care se vor omite valorile nule. O situaţie comparativă poate fi elocventă.

BILANȚ

– % –

ACTIV	Nr. rd.	Sold la:	
		începutul anului	sfârșitul anului
A	B	1	2
Mașini, utilaje și mijloace de transport	08	2,7597447	0,84779
Alte imobilizări corporale	09	2,8842769	1,382642
Imobilizări corporale în curs	10	0	0
TOTAL (rd. 05 la 10)	**11**	**5,6440216**	**2,231765**
IMOBILIZĂRI FINANCIARE – TOTAL	**12**	**0**	**0**
I. ACTIVE IMOBILIZATE – TOTAL (rd. 04+11+12)	**13**	**5,6440216**	**2,231765**
STOCURI			
Mărfuri	19	30,944648	65,82149
TOTAL	21	30,944648	65,82149
ALTE ACTIVE CIRCULANTE			
Furnizori-debitori	22	8,0414197	0
Clienți și conturi asimilate	23	36,577755	12,50399
Alte creanțe	24	2,3456263	3,070988
Conturi la bănci în lei	27	9,5142574	3,574783
Conturi la bănci în devize, în țară	28	0,1151293	0,115167
Casa în lei	30	0,0171994	0,02642
Alte valori	35	1,9152767	1,184995
TOTAL (rd. 22 la 35)	**36**	**58,681459**	**20,71413**
II. ACTIVE CIRCULANTE – TOTAL (rd. 21+36)	**37**	**89,626107**	**86,53562**
CONTURI DE REGULARIZARE ȘI ASIMILATE			
Cheltuieli înregistrate în avans	38	0,2600903	0,113932
Diferențe de conversie – activ	40	4,4697812	11,11868
III. CONTURI DE REGULARIZARE ȘI ASIMILATE – TOTAL	**41**	**4,7298715**	**11,23261**
TOTAL ACTIV (rd. 13+37+41)	**43**	**100**	**100**

– % –

CAPITALURI ȘI DATORII	Nr. rd.	Sold la:	
		începutul anului	sfârșitul anului
A	B	1	2
Capital social, din care:	52	0,005597	0,076531
- Capital subscris vărsat	53	0,005597	0,076531
Patrimoniul regiei	54	0	0
Rezerve	59	0,0026641	0,002656
REZULTATUL EXERCIȚIULUI			
Profit	62	30,592935	16,62659
Repartizarea profitului	64	30,592935	16,62659
Alte fonduri	65	5,7913333	2,554478
I. CAPITALURI PROPRII – TOTAL	**68**	**5,8235718**	**2,657573**
CAPITALURI – TOTAL	**70**	**5,8235718**	**2,657573**

CAPITALURI ŞI DATORII	Nr. rd.	Sold la:	
		începutul anului	sfârşitul anului
A	B	1	2
II. PROVIZIOANE PENTRU RISCURI ŞI CHELTUIELI	**71**	**4,356443**	**10,28746**
Furnizori şi conturi asimilate	73	51,166601	64,61776
Clienţi – creditori	74	5,9289624	5,652499
Alte datorii	75	32,611084	16,78471
III. DATORII – TOTAL (rd. 72 la 75)	**76**	**89,706367**	**87,05497**
CONTURI DE REGULARIZARE ŞI ASIMILATE			
Diferenţe de conversie – capitaluri şi datorii	79	0,1133383	0
IV. CONTURI DE REGULARIZARE ŞI ASIMILATE – TOTAL (rd. 77 la 79)	**80**	**0,1133383**	**0**
TOTAL CAPITALURI ŞI DATORII (rd. 70+71+76+80)	**81**	**100**	**100**

Credem că este extrem de important să subliniem încă o dată că fiecare companie constituie un unicat, iar încercarea de a stabili nişte reguli generale de interpretare a indicatorilor poate fi foarte periculoasă. Ca urmare, analistul merită să interpreteze situaţia companiei cu circumspecţie, aceiaşi indicatori putând fi avantajoşi sau dezavantajoşi pentru anumite situaţii specifice. Pentru a da numai câteva exemple, vă invităm să analizaţi cadrul 4.1.

Cadrul 4.1. Exemple de cazuri speciale în analiza poziţiei financiare

- O companie nou creată are o structură a bilanţului diferită de aceea caracteristică uneia ajunsă la maturitate. Astfel, în cazul celei dintâi, ponderea datoriilor faţă de furnizori poate fi mai redusă decât în cel de al doilea caz, întrucât aceştia nu au (încă?) o certificare a calităţii de client „serios" din partea companiei analizate şi nu vor oferi creditele comerciale cu aceeaşi uşurinţă manifestată în relaţia cu un partener de afaceri tradiţional.
- Societăţile comerciale mici, fiind mult mai sensibile la factorii economici externi şi, aşadar, mult mai riscante, sunt de multe ori preocupate să se acopere împotriva riscurilor prin crearea unor fonduri de rezervă, sub forma conturilor la vedere la bancă, ce pot înregistra în aceste condiţii ponderi mult mai semnificative decât în cazul întreprinderilor de mari dimensiuni (ponderea activelor de trezorerie în total activ poate fi mai ridicată).
- O companie poate poseda un grad ridicat de imobilizare a activelor sale în comparaţie cu o altă societate numai datorită prezenţei în bilanţ a unor clădiri şi terenuri aflate în proprietate. Evident, acest factor nu constituie un element negativ, ci dimpotrivă!

Lista corelaţiilor care pot fi urmărite în analiză poate fi foarte extinsă. În cadrul 4.2 sunt evidenţiate numai câteva exemple de aspecte ce pot fi avute în vedere.

Cadrul 4.2. Aspecte ce pot fi avute în vedere în analiza pe baza bilanţului

- **Raportul dintre nivelul imobilizărilor şi cel al activelor circulante.** O companie ce prezintă o pondere a imobilizărilor în total activ prea mare va fi caracterizată (după cum ne sugerează şi termenul de „imobilizări") printr-un grad redus de flexibilitate. Totodată, o pondere mai ridicată a imobilizărilor poate fi cauzată şi de utilizarea unor tehnologii mai performante (şi mai costisitoare), dar care pot genera o scădere a costurilor cu personalul. Bineînţeles, şi aici trebuie să fim circumspecţi: nivelurile ponderilor activelor fixe, respectiv circulante sunt puternic influenţate de sectorul de activitate. De exemplu, raportul active fixe/active circulante nu va fi identic pentru întreprinderi acţionând în industria metalurgică, faţă de întreprinderi din industria meşteşugărească.

• **Un nivel prea ridicat al stocurilor** poate exprima:

– o politică de aprovizionare obsesivă cu materii prime şi materiale (sau mărfuri, după caz), nejustificată nici de necesităţile de producţie, nici de necesităţile de vânzare, dar şi o politică de aprovizionare inteligentă, pentru a beneficia de anumite avantaje datorate anticipării corecte a evoluţiei preţurilor sau pentru evitarea riscurilor de „rupturi de stoc";

– ineficienţă în activitatea de producţie – pentru stocurile de producţie în curs de fabricaţie;

– o lipsă de corelare între departamentele de producţie şi de vânzări, o calitate necorespunzătoare sau un departament de marketing depăşit de situaţie pentru stocurile de produse finite sau de mărfuri.

• **O ponderе exagerată a creanţelor** în total activ poate semnaliza deficienţe în încasarea acestora, dar şi o politică agresivă de expansiune pe piaţă, motiv pentru a face o analiză suplimentară legată de respectarea termenelor de încasare ale acestora (vezi şi studiul de caz 4.2).

• **Ponderea activelor de trezorerie** în total activ (disponibilităţi, conturi în bancă, valori mobiliare de plasament) trebuie să se situeze, în general, la niveluri reduse (ca o medie: 3-5%), depăşirea acestor niveluri semnalizând incapacitatea identificării unor perspective viabile de investire.

• **Ca principiu, trebuie să se asigure niveluri ale ponderilor capitalurilor proprii şi capitalurilor împrumutate în total capitaluri şi datorii în funcţie de politica generală a companiei.** Capitalurile proprii prezintă calitatea siguranţei, în timp ce cele împrumutate sunt (sau măcar ar trebui să fie) mai puţin costisitoare. Vom reveni asupra acestor aspecte în volumul al doilea al lucrării noastre.

Studiul de caz 4.2

Din dorinţa de a câştiga o cotă de piaţă cât mai ridicată, Compania ORATEL şi-a propus atragerea de noi clienţi pe baza vânzării de mărfuri în rate, printr-un mecanism de creditare fără garanţii, numai pe baza actului de identitate. Ca urmare a acestei decizii, nivelul creanţelor de încasat ale acestei companii va creşte semnificativ. Structura acestor creanţe de încasat de la clienţi va cuprinde atât credite comerciale neperformante, cât şi performante, după cum clienţii vor fi atât litigioşi, potenţial litigioşi, cât şi buni platnici.

În cazul unei astfel de strategii a companiei, este posibil ca scopul fundamental al serviciului de recuperare a creanţelor să se limiteze la menţinerea procentului de rău-platnici la un nivel gestionabil (de exemplu, maxim 15%), şi nu recuperarea tuturor creanţelor. Cu alte cuvinte, se mizează pe faptul ca un client potenţial bun-platnic să nu devină rău-platnic, copiind comportamentul celor care nu îşi onorează plăţile scadente. Cu toate acestea, chiar dacă strategia companiei este concordantă cu existenţa unor astfel de creanţe neîncasate, ponderea creanţelor în total activ va fi ridicată.

Pentru cazul companiei INGA SRL, se pot identifica următoarele aspecte semnificative (vezi studiul de caz 4.1, continuare).

Studiul de caz 4.1 (continuare)

1. Ponderea imobilizărilor este modică (şi, în plus, scade de la un exerciţiu la altul). Există mai multe cauze obiective care conduc la acest rezultat:

– societatea comercială acţionează în comerţ, unităţile ce acţionează în acest domeniu fiind caracterizate printr-un raport active imobilizate – active circulante în favoarea celor din urmă;

– societatea comercială nu deţine în patrimoniu clădirile şi terenurile necesare desfăşurării activităţii (activitatea se desfăşoară în spaţii închiriate), ceea ce creează o imagine falsă asupra flexibilităţii companiei. Astfel, o companie ce ar deţine în patrimoniu aceste active ar fi caracterizată printr-un raport între activele fixe şi cele circulante superior companiei INGA, deci ar putea părea mai puţin flexibilă.

2. Nivelul ponderii activelor circulante este satisfăcător pentru domeniul de activitate al companiei (eventual, nivelul activelor de trezorerie poate fi diagnosticat ca fiind puţin cam ridicat).

3. Ponderea capitalurilor proprii este exagerat de redusă, chiar şi considerând provizioanele pentru riscuri şi cheltuieli în această categorie, semnalizând o potenţială reducere a credibilităţii în faţa partenerilor de afaceri[11].

În afara analizei structurii elementelor de bilanţ în total activ bilanţier (sau, în capitaluri şi datorii), se pot urmări şi ponderile diferitelor categorii (stocuri de materii prime, produse în curs de fabricaţie, produse finite, mărfuri) în total stocuri, a tipurilor de datorii de exploatare în total astfel de datorii etc. Nivelurile asociate acestor ponderi vor diferi în funcţie de domeniul de activitate al companiei emitente, şi în primul rând în funcţie de caracteristicile fluxului tehnologic, dar şi de deciziile strategice şi operaţionale ale managementului.

4.3. Analiza bilanţului financiar

Analiza bilanţului financiar (analiza patrimonială) îşi propune identificarea stării de echilibru la nivelul companiei analizate, în ceea ce priveşte lichiditatea elementelor de activ şi exigibilitatea celor de capitaluri şi datorii. Practic, se încearcă evidenţierea raportului dintre activele şi pasivele pe termen lung şi, respectiv, scurt. **În principiu, activele pe termen lung ar trebui finanţate din capitaluri şi datorii pe termen lung, în timp ce activele pe termen scurt – din capitaluri şi datorii pe termen scurt.** Nerespectarea acestei relaţii va determina fie un stres pentru managerul financiar, care va fi obligat să asigure acoperirea unor active ce trebuie să se afle permanent la dispoziţia companiei din capitaluri şi datorii temporare, fie un cost prea ridicat al procurării de capitaluri. Pentru a da un exemplu din viaţa dumneavoastră, închipuiţi-vă că, pentru a finanţa procurarea imobilului în care locuiţi, aţi apela la credite pe termen de o lună-două. La fiecare scadenţă, veţi fi confruntaţi cu incertitudinea asociată prelungirii creditului. Pe de altă parte, capitalurile procurate pe termen lung sunt caracterizate printr-un cost superior vizavi de cele pe termen scurt (datoriile de exploatare sunt considerate de cele mai multe ori chiar gratuite![12]). Pentru ca analiza bilanţului financiar să ofere o relevanţă maximă, este preferabil ca indicatorii să fie exprimaţi în valori de piaţă.

În prezentarea indicatorilor din bilanţ, se ţine cont de gradul de lichiditate al elementelor de activ, respectiv de gradul de exigibilitate al elementelor de capitaluri şi datorii.

Lichiditatea reprezintă capacitatea elementelor de activ de a fi transformate în bani. Cu cât un activ este mai lichid, cu atât este mai uşor transformabil în cash (bani). Cele mai lichide elemente din activul bilanţier sunt chiar disponibilităţile băneşti, iar cele mai puţin lichide – imobilizările.

Exigibilitatea reprezintă caracteristica datoriilor de a fi rambursate furnizorilor de capitaluri. În această accepţiune, cele mai exigibile capitaluri şi datorii sunt creditele de trezorerie (ele vor fi rambursate rapid), în timp ce cele mai puţin exigibile sunt capitalurile proprii, care în principiu nu trebuie rambursate niciodată (teoretic, ele ar putea fi considerate capitaluri rambursabile numai odată cu intrarea companiei în procedură de faliment).

Trebuie menţionată şi existenţa în bilanţul societăţii comerciale a unor active „fictive", în sensul că acestea practic nu pot fi valorificate pe piaţă. În această categorie pot fi incluse, de

[11] Este poate simptomatic faptul că societatea comercială care a servit drept bază pentru acest exemplu (modificat pentru raţiuni de confidenţialitate) a intrat în dificultăţi financiare şi s-a închis după mai puţin de trei ani de la situaţia prezentată.

[12] Problema gratuităţii datoriilor de exploatare este o chestiune mai complexă, ce trebuie analizată cu atenţie. Astfel, în condiţiile în care există anumite facilităţi pentru clienţii care plătesc cash (de exemplu, preţuri mai mici), se poate constata existenţa unui cost şi pentru datoriile de exploatare. Pentru acest moment, nu ne propunem să aprofundăm această problemă, ci doar să dăm cititorului o temă de gândire.

exemplu, cheltuielile de constituire. De asemenea, anumite elemente de activ au un caracter discutabil din această perspectivă. De exemplu, în practica evaluării întreprinderii, în România, de multe ori, creanțele cu plata întârziată mai mult de un an sunt considerate de valoare nulă, considerându-se că acestea nu vor mai fi încasate[13].

Bilanțul prezentat în forma cerută prin lege nu realizează întotdeauna o structurare perfectă din punctul de vedere al lichidității, respectiv al exigibilității. De aceea, în analiza financiară patrimonială se încearcă structurarea posturilor de activ și capitaluri și datorii în funcție de gradul de lichiditate și, respectiv, exigibilitate, reprezentându-se în partea de sus posturile cu lichiditate și, respectiv, exigibilitate, minimă. În principiu, structurarea activelor și a capitalurilor și datoriilor va respecta o ordine logică, bazată pe acest principiu simplu al ordonării în funcție de lichiditate, respectiv exigibilitate. Un exemplu de astfel de structurare a activelor, în ordinea inversă a lichidității, este oferit în cadrul 4.3.

Cadrul 4.3. Exemplu de structurare a activelor în funcție de lichiditate (de la cele mai puțin lichide la cele mai lichide active):

– imobilizările necorporale de natura cheltuielilor de cercetare și a tuturor imobilizărilor necorporale, care nu pot fi transformate în lichidități decât în condiții excepționale;

– imobilizările corporale materializate în clădiri, terenuri etc., în care este situat sediul întreprinderii, precum și construcțiile speciale și echipamentele specializate, care nu pot fi valorificate pe piață decât prin vânzarea întregului ansamblu tehnologic funcțional sau prin valorificare drept materiale recuperabile (vezi cazul unei rafinării);

– imobilizările corporale de tipul activelor fixe utilizate efectiv în procesul de producție (strunguri, combine etc.), care pot fi valorificate pe piață mai ușor, dar numai în situații excepționale;

– alte elemente de active imobilizate, mai ușor transformabile în lichidități, precum și obiectele de inventar[14] cu durate de viață mai mari de un an;

– imobilizările financiare (titluri financiare, în principiu deținute de întreprinderea analizată la capitalul social al altor întreprinderi în scopul deținerii controlului sau pentru perioade mari de timp, în concordanță cu strategia companiei), dar la care s-ar putea renunța imediat în caz de necesitate;

– stocurile vor fi structurate înregistrându-se pentru început stocurile de siguranță (stocuri de materii prime deținute de companie, pentru ca în cazurile în care furnizorii nu mai furnizează materialele să nu fie întreruptă activitatea) și cele de producție în curs de execuție (a căror rotație, cel puțin de cele mai multe ori, nu poate fi accelerată);

– cele mai lichide stocuri sunt cele de produse finite sau mărfuri (care pot fi vândute imediat în totalitate), precum și stocurile de materii prime deținute pentru realizarea de speculații mizându-se pe creșteri ale prețurilor;

– creanțele sunt în general mai lichide decât stocurile, întrucât pot fi scontate la bănci. Uneori, totuși, creanțele au un grad de lichiditate mai redus decât stocurile, spre exemplu atunci când se dețin creanțe asupra unor debitori litigioși ori rău platnici;

– activele de trezorerie și, în special, disponibilitățile (casa și conturile la bănci) sunt cele mai lichide.

Prioritară în această ordonare este perioada în care activele respective se vor transforma în lichidități. Astfel, o creanță cu termen de încasare mai mare de un an va fi asimilată unei imobilizări (în bilanț se specifică distinct sumele din postul „creanțe" ce trebuie încasate într-o perioadă mai mare de un an).

[13] Cu toate acestea, pot exista situații în care se consideră că aceste datorii pot fi recuperate. Uneori, termenul lung de întârziere la plata datoriilor este și o chestiune cu caracter cultural.

[14] Din punct de vedere contabil, acestea constituie active circulante, dar din perspectivă financiară pot fi considerate veritabile imobilizări.

Uneori, atenţia analistului (dar şi informaţiile disponibile pentru analiză) pot modifica relativ radical nivelul indicatorilor. De exemplu, de cele mai multe ori, obiectele de inventar nu prezintă ponderi semnificative în totalul activelor companiei, evidenţierea distinctă a acestora în analiză nefiind uzuală. Obiectele de inventar reprezintă bunuri cu o valoare contabilă mai mică decât limita prevăzută de lege pentru a fi considerate imobilizări (indiferent de durata lor de serviciu) sau cu o durată mai mică de un an (indiferent de valoarea lor contabilă), precum şi bunurile asimilate acestora (echipamente de protecţie, îmbrăcăminte specială, mecanisme, dispozitive, verificatoare, aparate de măsură şi control etc.)[15]. Se poate constata că grupa obiectelor de inventar cuprinde două categorii distincte din punctul de vedere al analizei lichiditate – exigibilitate. Astfel, pe de o parte, cele cu durate de viaţă mai mari de un an ar trebui incluse în categoria activelor pe termen lung, în timp ce cele din a doua categorie – în cea a activelor pe termen scurt (echivalente stocurilor şi creanţelor din această perspectivă). Problema poate fi demnă de a fi luată în considerare în cazul în care dimensiunile valorice ale acestor indicatori sunt semnificative, altfel analiza complicându-se inutil.

Trecând la capitaluri şi datorii, în ordonare trebuie să se ţină seama de exigibilitatea capitalurilor. Astfel, un exemplu de astfel de structurare este oferită în cadrul 4.4.

Cadrul 4.4. Exemplu de structurare a capitalurilor şi datoriilor în funcţie de exigibilitate (de la cele mai puţin exigibile la cele mai exigibile):

1. Exigibilitatea minimă este înregistrată de capitalurile proprii, care practic prezintă o scadenţă infinită. În categoria acestor capitaluri proprii nu intră însă absolut toate conturile de capital propriu. Spre exemplu, profitul exerciţiului nu va fi menţinut obligatoriu la nivelul companiei, deoarece se va ţine cont de modul de repartizare a acestuia (o parte putând fi distribuită sub formă de dividende, de participare a salariaţilor la profit sau de cotă a managerului).
2. În continuare, se vor înscrie datoriile cu termene de rambursare mai mari de un an. În general, în această categorie intră numai datorii bancare, datoriile de exploatare şi cele asimilabile acestora având scadenţe sub un an, dar pot exista şi excepţii (de exemplu, un avans de la clienţii-beneficiari ai unei locuinţe pentru cazul unei întreprinderi de construcţii).
3. În categoria datoriilor pe termen sub un an se vor înscrie atât datoriile de exploatare, cât şi datoriile bancare, cu scadenţă în anul curent.
4. Cele mai exigibile capitaluri şi datorii sunt creditele de trezorerie acordate pe termene de câteva zile.

După această ordonare, structura bilanţului, într-o formă extrem de simplificată, dar care subliniază corelaţiile asupra cărora trebuie să se pună accentul, va putea fi prezentată ca în figura 4.1:

ACTIV	CAPITALURI ŞI DATORII
active cu lichiditate peste un an	**capitaluri şi datorii cu exigibilitate peste un an**
active cu lichiditate sub un an (cu excepţia celor de trezorerie)	**datorii cu exigibilitate sub un an (cu excepţia celor de trezorerie)**
active de trezorerie	**credite de trezorerie**

Figura 4.1. **Prezentarea schematică a bilanţului financiar**

[15] Caraiani, Chiraţa; Dumitrana, Mihaela (coordonatori), *Bazele contabilităţii*, ediţia a cincea, Editura Universitară, Bucureşti, 2011, p. 41.

Pentru a se asigura o stare de echilibru perfect, ar trebui ca activele şi pasivele să fie perfect corelate din punct de vedere al termenelor; respectiv ar fi ideală îndeplinirea concomitentă a trei condiţii:

1) active cu lichiditate peste un an = capitaluri şi datorii cu exigibilitate peste un an

2) active cu lichiditate sub un an (cu excepţia celor de trezorerie) = datorii cu exigibilitate sub un an (cu excepţia celor de trezorerie)

3) active de trezorerie = credite de trezorerie

O astfel de corelare ar avea mai multe implicaţii. Astfel, duratele de utilizare a activelor ar fi egale cu duratele pentru care capitalurile şi datoriile utilizate pentru finanţarea acestora ar fi disponibile. Totodată, o astfel de gestiune ar presupune ca toate scadenţele plăţilor şi încasărilor să fie perfect corelate, respectiv, zilnic, să se poată asigura un echilibru perfect între încasări şi plăţi. În cazul îndeplinirii acestui deziderat, costul asociat finanţării activelor este limitat la un nivel minim. Rareori se va putea asigura în mod concret un astfel de deziderat. În condiţiile lumii reale, pe considerente de siguranţă, este recomandat să se înregistreze un sold de trezorerie pozitiv (dar nu de mari dimensiuni), pentru a se putea face faţă eventualelor crize de lichiditate. Acest sold de trezorerie îşi găseşte originea în existenţa unui surplus de capitaluri pe termen lung faţă de activele pe termen lung din care să se poată finanţa eventualele deficite momentane de capitaluri pe termen scurt vizavi de activele pe termen scurt. **Ca urmare, managerul financiar trebuie să realizeze un arbitraj între siguranţa şi eficienţa utilizării fondurilor. El/ea trebuie să opteze între asigurarea unui nivel de siguranţă relativ ridicat, cu costuri ridicate, şi un cost redus al finanţării, cu asumarea pericolului unor probleme în asigurarea resurselor de finanţare.**

Literatura de specialitate în domeniu a consacrat un set de indicatori utili prin care să poată fi identificate aceste corelaţii. Astfel, echilibrul pe termen lung poate fi identificat prin **fondul de rulment permanent**[16], indicator definit prin relaţia:

$$\textit{fondul de rulment permanent} = \textit{capital propriu total} + \textit{împrumuturi şi datorii financiare peste un an} - \textit{total active imobilizate} \quad (4.1)$$

Existenţa unui fond de rulment permanent pozitiv certifică o stare de echilibru financiar pe termen lung. Existenţa unor capitaluri cu exigibilitate mai mare de un an asigură finanţarea integrală a imobilizărilor. În plus, un fond de rulment pozitiv trebuie înţeles ca un fond de rezervă din care se pot finanţa deficitele dintre alocările şi resursele de finanţat pe termen scurt. Pentru a nu ne îndepărta de o gestiune performantă, dimensiunile fondului de rulment permanent pozitiv nu trebuie exagerate, întrucât costurile capitalurilor procurate pe termen lung sunt superioare celor pe termen scurt (vezi figura 4.2). Un fond de rulment negativ, în aceste condiţii, va evidenţia imposibilitatea companiei de a asigura un excedent de resurse financiare pe termen lung din care să poată fi acoperite necesităţile de finanţare pe termen scurt.

Mărimea fondului de rulment trebuie corelată cu dimensiunea stocurilor şi a creanţelor care nu pot fi finanţate din datoriile de exploatare. Acestea, la rândul lor, sunt influenţate de duratele ciclurilor de fabricaţie şi de vânzare, şi de alţi factori, precum costul „rupturii de stoc", respectiv costul determinat de oprirea producţiei datorită inexistenţei stocurilor de materii prime. În principiu, societăţile comerciale caracterizate prin cicluri lungi de producţie ar trebui să înregistreze un fond de rulment pozitiv mai mare, în timp ce acelea cu cicluri relativ scurte pot accepta niveluri

[16] În anumite lucrări apare sub denumirea de fond de rulment financiar, fond de rulment net, fond de rulment lichiditate sau, pur şi simplu, fond de rulment. Vezi, în acest sens, Stancu (2007), Antoniu et al. (1993), Vintilă (2005), Ilie (1999), Brezeanu (1998), Bătrâncea (2008). În lucrarea noastră, vom utiliza alternativ toţi aceşti termeni.

reduse ale indicatorului. Pentru societăţile comerciale ce acţionează în comerţul *en detail,* în condiţiile în care societăţile *en gros* permit plata mărfurilor după o perioadă acceptabilă, un fond de rulment negativ se poate constitui ca o soluţie satisfăcătoare, atâta timp cât activitatea acestora se desfăşoară normal.

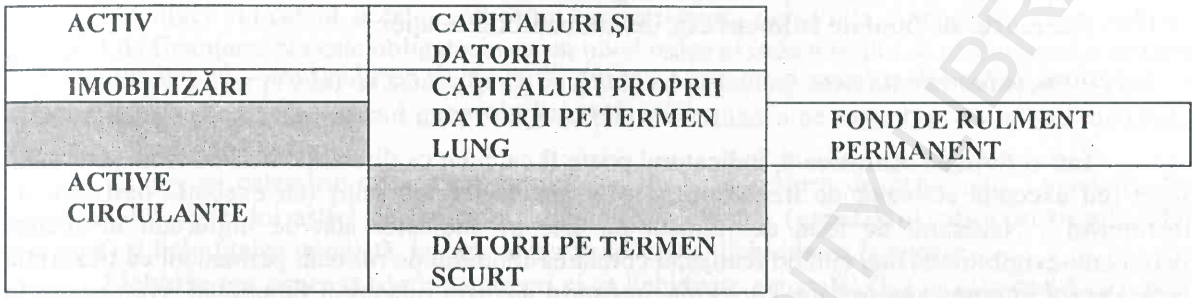


Figura 4.2. **Fondul de rulment permanent. Fondul de rulment permanent reprezintă zona haşurată. Se poate constata că indicatorul poate fi calculat în două maniere. Pe de o parte, se poate calcula ca diferenţă între suma dintre capitalurile proprii şi datoriile pe termen lung, şi imobilizări. Pe de altă parte, fondul de rulment permanent se poate calcula ca diferenţă între activele circulante şi datoriile pe termen scurt. Rezultatele trebuie să fie identice**

Soluţiile pentru îmbunătăţirea nivelului indicatorului pot fi atât în sensul creşterii nivelului capitalurilor şi datoriilor pe termen lung (dar, de obicei, cu costuri mai ridicate!), cât şi în cel al reducerii nivelului imobilizărilor (de obicei prin disponibilizarea activelor imobilizate redundante). Totodată, pot fi avute în vedere soluţii legate de optimizarea nivelului fondului de rulment în ceea ce priveşte activele şi datoriile pe termen scurt. De exemplu, în finanţarea ciclurilor mai lungi de producţie, societăţile comerciale pot solicita încasarea în avans a unei părţi a preţului de vânzare.

Pentru caracterizarea stării de echilibru pe termen lung realizat exclusiv pe seama resurselor proprii, se utilizează ca indicator de analiză **fondul de rulment propriu.** Acesta este definit ca diferenţă între capitalurile proprii ale companiei (în categoria cărora se pot include şi provizioanele pentru riscuri şi cheltuieli[17]) şi activele imobilizate:

$$\textit{fondul de rulment propriu} = \textit{capital propriu total} - \textit{total active imobilizate} \qquad (4.2)$$

Existenţa unui fond de rulment propriu pozitiv certifică faptul că societatea comercială se află într-o stare de echilibru financiar pe termen lung realizat pe baza resurselor financiare proprii. Astfel, chiar şi în cazul în care s-ar realiza rambursarea datoriilor bancare pe termen lung şi nu s-ar contracta noi datorii, activele imobilizate vor putea fi finanţate în întregime pe seama capitalurilor pe termen lung (acestea fiind capitalurile proprii, teoretic ne-exigibile). Un fond de rulment propriu negativ nu trebuie interpretat ca fiind o situaţie nefavorabilă, cel puţin pe termen scurt, ci doar un potenţial semnal de alarmă pentru viitor.

În acelaşi sens, se poate calcula şi **gradul de acoperire a activelor circulante din fondul de rulment propriu,** ca raport între fondul de rulment propriu şi activele circulante. În această optică, indicatorul exprimă partea din active circulante finanţată din resurse proprii excedentare,

[17] Includerea în categoria capitalurilor proprii a provizioanelor pentru riscuri şi cheltuieli depinde de natura acestora. Deşi principial ele pot fi considerate în analiză capitaluri proprii, includerea lor în categoria unor datorii pe termen scurt poate fi oportună în cazul în care ele ar fi constituite în legătură cu anumite aspecte caracterizate printr-o probabilitate ridicată de realizare.

după finanțarea activelor pe termen lung. Pentru asigurarea unei stări de echilibru din resurse financiare proprii, se recomandă un nivel cât mai ridicat al indicatorului.

Totodată, se poate analiza structura fondului de rulment, respectiv ponderea fondului de rulment propriu în fond de rulment permanent. O pondere ridicată a fondului de rulment propriu denotă o independență financiară pe termen lung mai ridicată[18].

Necesarul de fond de rulment este definit conform relației:

necesarul de fond de rulment = stocuri + creanțe + active de regularizare – datorii curente – pasive de regularizare (4.3)

Într-o formulă echivalentă, indicatorul poate fi calculat ca diferență între activele pe termen scurt (cu excepția activelor de trezorerie) și pasivele pe termen scurt (cu excepția pasivelor de trezorerie)[19]. Necesarul de fond de rulment nu este un indicator atât de important în analiza lichiditate-exigibilitate, mai curând realizând corelarea fondului de rulment permanent cu trezoreria netă. Pentru interpretarea pe larg a acestuia, în cadrul analizei bilanțului funcțional, vom reveni în capitolul 4.4.

Ceea ce trebuie urmărit este dacă societatea comercială reușește să acopere din fondul de rulment permanent deficitul pasivelor pe termen scurt (cu excepția celor de trezorerie) față de activele pe termen scurt (cu excepția celor de trezorerie). În acest caz, se va obține o trezorerie netă pozitivă, ce poate fi calculată ca diferență dintre activele de trezorerie și pasivele de trezorerie:

trezoreria netă = active de trezorerie – credite de trezorerie (4.4)

Existența unei trezorerii nete pozitive certifică o stare de echilibru financiar la nivelul întregii întreprinderi. Insistăm că țelul unui manager financiar nu poate fi asigurarea unei trezorerii nete cât mai mari, aceasta demonstrând tocmai incapacitatea de se putea identifica soluții viabile de valorificare a capitalurilor disponibile. O trezorerie netă pozitivă certifică o stare de optim din punct de vedere al echilibrului financiar numai în măsura în care se situează la niveluri rezonabile.

Se poate demonstra că trezoreria netă rezultă ca diferență între fondul de rulment și necesarul de fond de rulment. În această optică, echilibrul financiar, evidențiat prin acest indicator, este explicat ca rezultat al posibilității companiei de a-și acoperi excedentul de resurse necesare pe termen scurt (necesarul de fond de rulment) pe seama excedentului de resurse de finanțare disponibile pe termen lung (fondul de rulment).

În optica de analiză anglo-saxonă, se calculează un indicator relativ echivalent din punctul de vedere al puterii informaționale cu necesarul de fond de rulment, respectiv capitalul de lucru net (engl., *net working capital*). Acesta se calculează ca diferență între activele circulante (curente) și pasivele pe termen scurt. Se poate observa că fondul de rulment este întotdeauna egal cu capitalul de lucru net. În aceste condiții, calculul unui indicator corespunzător trezoreriei nete devine inutil, fiindcă indicatorul va fi întotdeauna egal cu 0. Vom insista asupra acestor probleme în cadrul capitolului 4.4.

Pentru aprofundarea analizei, se pot utiliza indicatori precum **rata de finanțare a stocurilor**, definită prin raportul dintre fondul de rulment permanent și nivelul total al stocurilor[20],

[18] O soluție alternativă de analiză este dată de segmentarea fondului de rulment permanent în fond de rulment propriu și datorii financiare pe termen lung (alternativ, uneori se folosește denumirea de fond de rulment împrumutat) și analiza raportului dintre cei doi indicatori.

[19] Conform Caraiani și Dumitrana (2011), o datorie curentă reprezintă acel tip de datorie care: (1) se așteaptă a fi achitată în cursul normal de exploatare al întreprinderii sau (2) este exigibilă în termen de 12 luni de la data bilanțului.

[20] Vezi OMF nr. 616 pentru aprobarea Normelor metodologice privind întocmirea bugetului de venituri și cheltuieli de către agenții economici, publicat în Monitorul Oficial al României nr. 286/26.VI.2000.

indicator ce evidențiază procentul din suma stocurilor finanțate prin intermediul fondului de rulment permanent:

$$RFS = \frac{FRPermanent}{Stocuri}. \quad (4.5)$$

Un nivel ridicat al acestui indicator caracterizează societățile comerciale cu o politică prudentă de finanțare. Nu este obligatoriu ca un nivel redus al indicatorului să evidențieze o situație nefastă, întrucât este posibil ca stocurile să fie finanțate pe seama datoriilor de exploatare, ceea ce nu constituie o problemă în cazul unor relații stabile cu furnizorii de materii prime și/sau materiale sau de mărfuri, după caz.

În aceeași categorie de analiză, se pot înscrie și indicatorii de lichiditate. Legislația din România definește doi astfel de indicatori: lichiditatea curentă (generală) (indicatorul capitalului circulant) și lichiditatea imediată, la care se poate adăuga și lichiditatea la vedere.

Lichiditatea curentă (definită uneori și ca lichiditate generală) (L_c) se calculează ca raport între activele curente (circulante) și datoriile curente:

$$L_c = \frac{active\ circulante}{datorii\ curente}. \quad (4.6)$$

Ca logică a indicatorului, acesta poate fi interpretat ca raport între activele pe termen scurt și datoriile pe termen scurt: un nivel supraunitar al raportului ar semnaliza posibilitatea ca societatea comercială să își poată rambursa datoriile pe termen scurt pe baza valorificării activelor pe termen scurt (printr-un ciclu normal de activitate finalizat prin încasarea contravalorii produselor finite sau a mărfurilor). Pentru a se asigura o relativă certitudine cu privire la această posibilitate, mai ales din perspectiva unui stakeholder care urmărește achitarea datoriilor (cel mai bun exemplu: banca) acest indicator trebuie să înregistreze valori mai ridicate (de până la 2-2,5).

În fapt, pentru o interpretare adecvată a indicatorului, trebuie să se țină cont de utilizatorul informației furnizate de acesta. Pentru un analist intern, o rată egală cu aproximativ 1 poate fi interpretată ca satisfăcătoare, cât timp acesta are informația că se realizează un rulaj rapid al activelor și datoriilor curente. În acest caz, o marjă redusă de siguranță (de exemplu, 10%, ceea ce se traduce printr-un indicator egal cu 1,1) poate fi acceptabilă, ținând cont și de posibilitatea apariției unor evenimente mai puțin predictibile.

Pe de altă parte, pentru un utilizator extern al informațiilor, o rată egală cu numai 1 nu poate da întotdeauna siguranță, cât timp nu se cunoaște calitatea stocurilor și a creanțelor societății comerciale (vezi posibilitatea existenței unor stocuri de produse finite sau de mărfuri greu vandabile, a unor creanțe asupra unor clienți litigioși etc.). De aceea, se poate considera un nivel minim acceptabil ce poate fi egal cu 2-2,5. În anumite cazuri, în plus, anumiți stakeholderi sunt interesați de niveluri înalte ale indicatorilor de lichiditate. În această categorie pot fi menționați creditorii (aceștia trebuie să aibă un nivel cât mai ridicat de certitudine cu privire la recuperarea creditelor acordate) și managerii și chiar salariații companiilor (aceștia nu au posibilitatea creării unui „portofoliu" diversificat de locuri de muncă, în raport cu acționarii, mult mai privilegiați din acest punct de vedere, care își pot crea un portofoliu de investiții diversificat). Totodată, interpretarea trebuie sa țină cont de specificul sectorului de activitate și de condițiile specifice anului respectiv; astfel că recomandarea unor niveluri orientative trebuie privită cu precauție și cu sfatul de adaptare la context.

Raportarea activelor circulante la datoriile cu scadențe sub un an poate da o imagine ușor alterată a capacității companiei de a evita o stare critică. În primul rând, companiile productive prezintă un nivel al stocurilor de materii prime mai mult sau mai puțin ridicat, în funcție de sectorul

de activitate şi de politica de aprovizionare. Aceste stocuri nu vor putea fi valorificate în mod normal decât prin transformarea lor, după procesul de producţie, în produse finite. În al doilea rând, pot exista cantităţi mai mari sau mai mici de stocuri de produse în curs de fabricaţie, de asemenea greu de valorificat şi dependente în primul rând de caracteristicile procesului de producţie. Uneori, stocurile de produse finite sau de mărfuri sunt greu vandabile. De exemplu, producerea într-un anumit moment a unor pantofi în cantităţi mai mari decât cele cerute efectiv pe piaţă va determina existenţa unui surplus care, dat fiind faptul că ne situăm într-un sector afectat puternic de modă, se va materializa într-un stoc excedentar permanent în cazul în care managerii companiei nu acceptă ideea de a valorifica aceste produse finite la cel mai bun preţ posibil de obţinut. În aceste condiţii, o companie va putea fi catalogată ca fiind lichidă în baza ratei de lichiditate curentă, în condiţiile în care datoriile sunt scadente în mod real, însă nu vor putea fi acoperite pe seama încasărilor din vânzările de stocuri. Pentru a identifica rapid starea de lichiditate la nivelul unei întreprinderi, se calculează **lichiditatea imediată** (Li), denumită uneori şi „testul acid", determinată ca raport între suma dintre creanţe şi active de trezorerie, la numărător, şi datoriile curente, la numitor:

$$L_i = \frac{active\ circulante - stocuri}{datorii\ curente} = \frac{creanţe + active\ de\ trezorerie}{datorii\ curente}. \quad (4.7)$$

În logica de interpretare a acestui indicator, stocurile, deşi constituie active circulante, sunt caracterizate printr-o lichiditate mai redusă şi oarecum incertă, motiv pentru care societatea comercială trebuie să se asigure că poate face faţă plăţilor scadente pe termen scurt (datoriile curente) numai pe seama activelor uşor transformabile în lichidităţi. Alături de activele de trezorerie, în această categorie se pot înscrie şi creanţele, care, în principiu, pot fi uşor scontate. Ca nivel recomandat pentru acest indicator putem reţine nivelul de 0,8 într-o optică optimistă şi cel de 1,5 pentru o viziune mai prudentă (vezi şi interpretările de la indicatorul precedent).

O lungă perioadă, care se prelungeşte din păcate în suficiente cazuri, s-a demonstrat că simpla existenţă a unor creanţe asupra unor clienţi nu este suficientă pentru acoperirea datoriilor scadente. Fenomenul creanţelor asupra unor parteneri de afaceri litigioşi sau rău platnici a reprezentat (şi încă reprezintă) o realitate a anumitor economii, printre care se numără şi cele din România şi Moldova; motiv pentru care, pentru a avea o imagine mai concludentă asupra riscurilor de neplată, se poate calcula şi **lichiditatea la vedere (Lv)**, calculată ca raport între activele de trezorerie şi datoriile curente:

$$L_v = \frac{active\ de\ trezorerie}{datorii\ curente}. \quad (4.8)$$

Dat fiind faptul că datoriile curente, deşi plătibile pe termen scurt, nu au în totalitate o scadenţă imediată, se poate utiliza drept reper nivelul de 0,2, situarea indicatorului la un nivel inferior indicând un grad de pericol în ceea ce priveşte posibilitatea acoperirii datoriilor imediate, cu aceleaşi rezerve ca la indicatorii de lichiditate prezentaţi mai sus.

O semnificaţie asemănătoare o are şi rata de lichiditate (denumită de cele mai multe ori tot lichiditate la vedere), calculată prin raportarea activelor de trezorerie la plăţile scadente, pentru ca societatea comercială să se afle în afara oricărui pericol, aceasta trebuind să înregistreze o valoare supraunitară:

$$L_v = \frac{active\ de\ trezorerie}{plăţi\ scadente}. \quad (4.9)$$

Alături de indicatorii de lichiditate, merită analizată şi solvabilitatea întreprinderii. **Rata solvabilităţii generale (Rs)** cuantifică riscul de incapacitate a acoperirii datoriilor din totalitatea activelor de care dispune întreprinderea:

$$R_s = \frac{active\ totale}{datorii}. \tag{4.10}$$

Dacă ratele de lichiditate pot releva situaţii conjuncturale, momentane, ratele de solvabilitate pot evidenţia situaţii cu caracter nefavorabil stabil. Practic, un nivel al activelor insuficient pentru plata datoriilor exprimă un nivel ridicat de vulnerabilitate al companiei. Ca reper, se poate deduce uşor că, pentru o întreprindere care funcţionează corespunzător, nivelul indicatorului trebuie să fie cât mai ridicat (în cel mai rău caz, supraunitar). Un raport subunitar – explicabil prin unele pierderi înregistrate de companie, care au determinat un nivel negativ al capitalurilor proprii – relevă o stare de pericol pentru companie. Este cazul întreprinderilor cu capitaluri proprii negative, funcţionând deci fără a mai putea garanta creditorilor, din punct de vedere financiar, capacitatea de a-şi onora plăţile induse de prezenţa datoriilor.

În aceeaşi categorie de indicatori poate fi inclusă şi **situaţia netă**, indicator definit ca diferenţă între nivelul total al activului şi totalul datoriilor. Cât timp situaţia netă este pozitivă, se poate afirma că societatea comercială este solvabilă. Se poate remarca faptul că, practic, prin acest indicator se verifică dacă societatea comercială prezintă un nivel pozitiv al capitalurilor proprii:

$$Situaţia\ netă = Activ - Datorii\ totale = Capitaluri\ proprii \tag{4.11}$$

Alături de aceşti indicatori, analiza patrimonială a bilanţului poate fi completată cu alţi indicatori, precum: rata autonomiei financiare, rata datoriilor şi rata capitalului propriu faţă de activele imobilizate.

Rata autonomiei financiare se calculează, prin definiţie, prin raportarea capitalurilor proprii (CPR) la capitalurile permanente (CPER):

$$R_{af} = \frac{CPR}{CPER}. \tag{4.12}$$

Indicatorul cuantifică gradul în care finanţarea din resurse proprii acoperă resursele financiare stabile, pe termen lung, ale companiei. Din punctul de vedere al echilibrului financiar, este recomandabil un nivel al indicatorului cât mai apropiat de 1, acesta cuantificând un grad de independenţă de 100% faţă de creditori. Bineînţeles că un astfel de nivel ar implica drept stare favorizantă o absenţă a îndatorării[21]! În practică, deşi bazat pe o opţiune relativ subiectivă, se consideră că un raport superior valorii de 0,5 este suficient.

Rata datoriilor este definită ca raport între nivelul total al datoriilor şi nivelul activelor totale. În general, pentru ca societatea comercială să fie apreciată ca sigură, se recomandă ca indicatorul să înregistreze un nivel sub 50%.

Rata capitalurilor proprii faţă de activele imobilizate evidenţiază procentul din nivelul activelor pe termen lung ale companiei care se finanţează din capitaluri proprii. Ideal din perspectiva stabilităţii financiare, indicatorul trebuie să prezinte un nivel cât mai ridicat.

Indicatorii prezentaţi de noi nu se constituie cu siguranţă ca fiind unicul set viabil de analiză, lista nefiind în niciun caz exhaustivă, ci numai exemplificativă. Analiza poate fi mai aprofundată, sau mai simplificată, în funcţie de timpul disponibil şi de scopul acesteia.

[21] Vom sesiza pe parcursul continuării prezentării elementelor de bază ale analizei financiare că un nivel ridicat al îndatorării nu reprezintă neapărat un aspect nefavorabil. Subliniem că o valoare a unui indicator favorizantă dintr-un punct de vedere poate fi necorespunzătoare din altul.

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

În ceea ce privește indicatorii caracteristici pentru societatea comercială INGA SRL, situația principalilor indicatori implicați de analiza patrimonială este prezentată în tabelul de mai jos (vezi continuarea studiului de caz 4.1).

Studiul de caz 4.1 (continuare)

Tabelul 4.1

Indicatorii de analiză financiară patrimonială pentru cazul INGA SRL

INDICATORI ANALIZĂ PATRIMONIALĂ	începutul anului	sfârșitul anului
Fondul de rulment permanent (u.m.)	810.440	4.339.570
Fondul de rulment propriu (u.m.)	810.440	4.339.570
Necesarul de fond de rulment (u.m.)	-1.282.960	2.257.880
Trezoreria netă (u.m.)	2.093.400	2.081.690
Rata de finanțare a stocurilor	0,146584	0,162762
Lichiditatea curentă	0,999102	0,994034
Lichiditatea imediată	0,65415	0,237943
Lichiditatea la vedere	0,128886	0,056302
Rata autonomiei financiare	1	1
Rata datoriilor	0,897064	0,87055

Principalele concluzii ce se desprind pe baza unei analize simpliste (datorită volumului extrem de redus de informații de care dispunem) a evoluției acestor indicatori sunt:

- asigurarea unei stări de echilibru financiar pe termen lung, chiar dacă societatea comercială acționează în comerț (fond de rulment permanent pozitiv). În plus, această stare de echilibru financiar pe termen lung se realizează totalmente pe seama resurselor financiare proprii (fond de rulment propriu pozitiv, egal cu fondul de rulment permanent; nu există datorii pe termen lung);
- un necesar de fond de rulment negativ la începutul anului, ce poate fi interpretat ca o situație acceptabilă, compania reușind să-și finanțeze în întregime activele curente pe seama datoriilor de exploatare și, în plus, să degajeze un nivel de resurse din care să se poată finanța și o parte din activele pe termen lung (situație obișnuită pentru societățile comerciale din comerț *en detail*). La finele anului, necesarul de fond de rulment este pozitiv, situație nu tocmai obișnuită pentru o companie din comerț. Pe de altă parte, această situație este avantajoasă din punctul de vedere al echilibrului financiar pe termen scurt (un necesar de fond de rulment pozitiv și ridicat poate fi un semn al unei rate de lichiditate ridicată);
- o trezorerie netă pozitivă, ceea ce confirmă starea de echilibru financiar la nivelul întregii societăți comerciale;
- o rată de finanțare a stocurilor redusă, dar care nu se constituie ca un semnal de pericol, dat fiind sectorul de activitate în care acționează societatea comercială analizată (comerț *en detail*);
- o lichiditate generală acceptabilă, cât timp viteza de rotație a activelor circulante se situează la niveluri corespunzătoare (vom reveni asupra acestei probleme în capitolul 6 al lucrării noastre). În caz contrar, situația este alarmantă, mai ales în contextul înrăutățirii nivelului indicatorilor de la începutul la finele anului;
- rata autonomiei financiare înregistrează un nivel ideal din punctul de vedere al echilibrului financiar pe termen lung (nu și din acela al costului finanțării);
- rata datoriilor înregistrează un nivel ridicat, dat numai de datorii de exploatare, ceea ce nu se constituie însă ca un element de pericol, dat fiind faptul că, în comerțul *en detail* activitatea poate fi finanțată pe seama datoriilor față de furnizorii de mărfuri (această politică fiind chiar recomandată).

Ca o concluzie, se poate remarca totala autonomie financiară pe termen lung, în condițiile unei politici echilibrate de finanțare a activității comerciale pe seama datoriilor de exploatare. Potențiale semne de întrebare pot fi ridicate de evoluția nefavorabilă a indicatorilor de lichiditate.

4.4. Analiza funcţională a bilanţului

Din punctul de vedere al managerului financiar al întreprinderii, cele mai importante concluzii ce se pot desprinde din analiza pe baza bilanţului sunt cele oferite de analiza funcţională. Bilanţul funcţional pune accentul pe prezentarea ciclurilor de exploatare, de investiţii şi de finanţare. Ciclul de investiţii are în vedere în primul rând imobilizările. Ciclul de finanţare are în vedere resursele stabile şi cele legate de ciclul de exploatare. În cadrul analizei ciclului de exploatare, se au în vedere în primul rând operaţiile legate de aprovizionare, producţie şi vânzări. În prezentarea bilanţului funcţional, se va încerca prezentarea indicatorilor structuraţi nu numai din punctul de vedere al lichidităţii şi, respectiv, exigibilităţii, ci şi din cel al relaţiei acestora cu activitatea de exploatare a întreprinderii. Astfel, activele, capitalurile şi datoriile sunt clasificate ca fiind de exploatare sau în afara exploatării.

Clasificarea unui activ ca fiind în afara exploatării este din start relativ subiectivă, cât timp un activ este definit în contabilitate drept o resursă de la care se aşteaptă generarea de beneficii economice viitoare pentru companie[22]. Pe de o parte, este posibil ca aceste active să nu fie utilizate în activitatea de bază, de exploatare, a întreprinderii – vezi, de exemplu, cazurile terenurilor neutilizate sau valorilor mobiliare constituite ca imobilizări financiare. În acest caz, managementul companiei contează pe creşteri de preţuri pe pieţele caracteristice, ceea ce face ca activele să aibă potenţialul de a genera beneficii viitoare pentru companie, dar activele sunt uşor dispensabile, vânzarea acestora neafectând decât minor activitatea de bază a companiei. Pe de altă parte, în contextul problemelor de agent, este posibil ca în bilanţul companiilor să se regăsească active de care să beneficieze exclusiv sau predominant anumiţi stakeholderi, fără ca de acestea să beneficieze proprietarii[23].

Într-o prezentare sintetică, bilanţul funcţional poate fi prezentat în următoarea manieră (vezi figura 4.3):

Activ	Capitaluri şi datorii
Active stabile (imobilizări)	Resurse stabile
Active pe termen scurt de exploatare (cu excepţia activelor de trezorerie)	Resurse (datorii) de exploatare
Active pe termen scurt în afara exploatării	Resurse (datorii) în afara exploatării
Active de trezorerie	Credite de trezorerie

Figura 4.3. **Prezentarea schematică a bilanţului funcţional**

Referitor la conţinutul economic al fiecărei categorii de elemente de activ, respectiv de capitaluri şi datorii, se pot puncta următoarele:

1) Activele imobilizate (stabile) sunt considerate activele imobilizate din bilanţ, conform definiţiei clasice a acestora[24]. Cu toate acestea, obiectele de inventar cu durate de utilizare mai mari decât un an pot fi considerate, din perspectiva analizei, active stabile. Totodată, imobilizările care

[22] Caraiani, Chiraţa; Dumitrana, Mihaela (coordonatori), *Bazele contabilităţii*, ediţia a cincea, Editura Universitară, Bucureşti, 2011, p. 36.

[23] Jensen, Michael; Meckling, William, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976.

[24] Anumiţi analişti recomandă utilizarea valorilor contabile brute (incluzând, deci, şi amortizarea cumulată) pentru evaluarea imobilizărilor. În acelaşi timp, pentru menţinerea egalităţii bilanţiere activ = capitaluri şi datorii, suma aferentă capitalurilor proprii va fi majorată, incluzând şi amortizarea cumulată aferentă imobilizărilor din activ. Pentru a simplifica analiza şi având în vedere că uzura imobilizărilor poate fi analizată distinct, vom face abstracţie de această corecţie.

nu generează cash flow-uri (active imobilizate în afara exploatării, cu caracter redundant pentru întreprindere) pot fi considerate active pe termen scurt.

2) În categoria activelor pe termen scurt de exploatare se pot include, în funcție de domeniul de activitate în care acționează societatea comercială: stocurile de materii prime, produse în curs de fabricație, produse finite sau mărfuri, avansurile pentru cumpărările de stocuri, precum și creanțele comerciale și alte creanțe de exploatare.

3) Ca resurse (datorii) de exploatare, se pot include împrumuturile contractate pentru necesitățile de exploatare, avansurile încasate în contul comenzilor, datoriile comerciale, decontările cu salariații (inclusiv impozitele aferente plății salariilor, inclusiv contribuțiile pentru asigurările sociale și fondul pentru plata ajutorului de șomaj) etc.

4) Activele pe termen scurt în afara exploatării cuprind, de exemplu, creanțele legate de cesiunea imobilizărilor, sumele de încasat de la societățile la care se dețin interese de participare, creanțele privind capitalul social subscris și ne-vărsat, dar și alte active redundante, de care întreprinderea se poate debarasa în cazul în care se dorește asigurarea echilibrului financiar, fără a fi afectată activitatea de exploatare.

5) În categoria resurselor în afara exploatării se pot include elemente precum dividendele de plată și datoriile asociate activelor redundante.

6) Din punctul de vedere al structurii bilanțului funcțional, prezența activelor, respectiv a pasivelor de trezorerie nu este indispensabilă. Cu alte cuvinte, indicatorul „trezorerie netă" nu este fundamental pentru acest tip de analiză. În cazul în care nu se dorește calcularea acestui indicator, activele de trezorerie vor fi incluse în categoria activelor de exploatare, iar pasivele de trezorerie în categoria pasivelor de exploatare. În acest sens, se poate constata similitudinea cu modul de analiză anglo-saxon.

Pentru un analist extern companiei, este relativ dificil de realizat o clasificare a activelor și datoriilor ca fiind de exploatare sau în afara exploatării. Pe de altă parte, pentru un analist intern, care cunoaște strategia companiei, acest demers este relativ facil (vezi exemplele 4.1, 4.2 și 4.3).

Exemplul 4.1. Identificarea activelor de exploatare (1)

Un tablou aflat în biroul unui director al unei bănci poate fi considerat activ redundant în cazul în care acesta este procurat pentru asigurarea esteticii biroului, dar și activ de exploatare, dacă se presupune că generează o creștere a calității muncii prestate de acesta, inclusiv prin îmbunătățirea imaginii companiei în cazul negocierilor realizate în biroul său. În cazul în care tabloul este amplasat într-o zonă a băncii unde poate fi vizibil pentru clienți, el poate fi considerat ca fiind de exploatare dacă aceștia își sporesc încrederea în banca respectivă.

Exemplul 4.2. Identificarea activelor de exploatare (2)

În principiu, orice persoană care poate avea acces la informațiile legate de gestiunea internă a unei societăți comerciale va putea identifica ușor care dintre stocurile, creanțele și datoriile unei societăți comerciale pot fi considerate de exploatare și care nu. Din păcate, aceste elemente nu se pot constata atât de ușor pe seama analizei datelor oferite de documentele financiar-contabile. Astfel, de exemplu, nu se poate identifica întotdeauna la capitolul „stocuri" care dintre acestea sunt legate direct de activitatea de bază a întreprinderii și care nu.

Exemplul 4.3. Identificarea activelor de exploatare (3)

Unele dintre activele unei companii pot fi considerate de anumiți analiști drept active de exploatare sau în afara exploatării într-o manieră relativ subiectivă. De exemplu, o grădiniță sau o creșă care

funcționează în cadrul unei companii din sectorul producției de autoturisme poate fi considerată, într-o viziune conservatoare, ca fiind un set de active redundante, în afara exploatării. Pe de altă parte, se poate conta pe creșterea satisfacției salariaților, pe creșterea atașamentului față de companie etc., toate acestea putând duce la o creștere a productivității muncii, ceea ce ar putea face ca aceste active să poată fi considerate utile în activitatea de exploatare.

În multe cazuri (companii divizionarizate – de tip portofoliu, întreprinderi cu mai multe centre de profit sau centre de cost ușor de individualizat etc.) este recomandată o analiză de tip funcțional la nivel de componente ale întreprinderii. În acest caz, se vor putea construi „bilanțuri funcționale" pe activități sau pe centre de profit sau de cost, integrând în analiză numai activele alocate acestora. Această defalcare ține cont de particularitățile din domeniul respectiv. De exemplu, pentru o societate comercială din domeniul farmaceutic, mentenanța echipamentelor și logistica vor putea fi considerate centre de cost, iar vânzarea de medicamente și departamentul de cercetare vor putea fi incluse în categoria centrelor de profit.

În analiza funcțională a bilanțului, indicatorul fundamental îl constituie **necesarul de fond de rulment de exploatare** (NFRE), definit ca diferență între activele curente de exploatare și datoriile de exploatare:

$$NFRE = Stocuri\ legate\ de\ activitatea\ de\ exploatare + creanțe\ rezultate\ din\ activitatea\ de\ exploatare - datorii\ rezultate\ din\ activitatea\ de\ exploatare \quad (4.13)$$

Definirea acestui indicator ridică problema delimitării activității de exploatare de aceea în afara exploatării. În acest demers, fundamentală este definirea clară a activității de bază a întreprinderii. Ceea ce constituie activitate de bază, de exploatare, conform obiectului principal de activitate pentru o anumită companie poate constitui o activitate conexă, fără o relevanță deosebită, pentru o alta. Spre exemplu, o cantină (restaurant) situată în cadrul unei uzine nu va putea fi considerată drept element al activității de exploatare, deși poate fi cvasi-identică cu o unitate de profil ce acționează independent.

Definirea obiectului principal de activitate reprezintă o etapă obligatorie în procesul analizei funcționale, dar poate concomitent să se constituie și ca un pas spre orientarea generală a întreprinderii într-o anumită direcție. Fără a anticipa prea mult elementele legate de strategia generală a întreprinderii, vă propunem un scurt studiu de caz (vezi studiul de caz 4.3).

Studiul de caz 4.3. Bilanț funcțional în funcție de strategia companiei

O companie situată în centrul capitalei are drept obiect de activitate principal, conform statutului, proiectarea în domeniul construcțiilor. Acest domeniu de activitate general a determinat în ultimii ani pierderi, an de an. Pentru a ieși din această situație de criză, managerul întreprinderii a reușit închirierea a 80% din sediul întreprinderii unor societăți comerciale interesate, cu care a negociat o chirie totală ce a permis plata tuturor cheltuielilor și, în plus, obținerea unui profit mulțumitor. Care este activitatea de exploatare a întreprinderii: proiectarea sau închirierea?

Răspunsul depinde de strategia viitoare a întreprinderii. Ceea ce este important, însă, este luarea în considerare a unei strategii coerente. Astfel, dacă se optează pentru menținerea obiectului de activitate actual, trebuie încercate mijloace de rentabilizare a acestuia, activitatea de închiriere nefiind considerată de bază pentru companie, ci doar un mijloc de menținere a echilibrului financiar la niveluri acceptabile și eventual de creștere („rotunjire") a veniturilor. În cazul în care se consideră că proiectarea în domeniul construcțiilor nu mai poate constitui un sector viabil pentru societatea comercială analizată, este necesară renunțarea la acest tip de activitate, ceea ce implică o serie de decizii de restructurare (inclusiv prin recalificări sau concedieri).

În funcție de răspunsul la aceste întrebări, merită realizată o analiză a bilanțului funcțional, considerând fie activitatea de închiriere, fie pe aceea de proiectare, ca fiind activitatea de exploatare, fie o analiză distinctă – prin construirea a două „bilanțuri funcționale" și analizarea acestora.

Totodată, subliniem faptul că nu este obligatoriu ca o întreprindere să se concentreze asupra unei unice activități de bază. Ideal ar fi în acest caz să se poată identifica necesarul de fond de rulment specific pe fiecare dintre aceste activități de exploatare, prin identificarea stocurilor, creanțelor și datoriilor de exploatare specifice.

Necesarul de fond de rulment de exploatare poate fi interpretat în mod independent de valorile înregistrate de ceilalți indicatori de analiză funcțională a bilanțului. Într-o primă etapă, prin compararea indicatorului înregistrat la un moment dat ($NFRE_t$) cu 0, se poate considera că acesta poate releva atât o situație favorabilă, cât și una nefavorabilă (vezi figura 4.4).

Necesar de fond de rulment de exploatare pozitiv	**Poate constitui o situație normală în cazul în care se situează la niveluri rezonabile, concordante cu specificul domeniului de activitate. De obicei, situație normală în industrie și în comerțul *en gros*.**	**Poate fi interpretată ca o stare anormală în cazul în care reprezintă efectul existenței unor stocuri anormal de ridicate (cele mai îndoielnice fiind cele de produse finite și de mărfuri, probabil greu, dacă nu imposibil, de vândut), a existenței unor clienți litigioși sau a unor datorii de exploatare anormal de reduse (ca urmare a unei politici defectuoase în ceea ce privește termenele de plată, prea apropiate, sau neîncrederii partenerilor de afaceri în compania analizată).**
Necesar de fond de rulment de exploatare negativ	**Poate constitui o stare favorabilă în cazul în care este efectul unui ciclu de fabricație optim și al unei politici deliberate, avantajoase pentru companie, privind termenele de plată a furnizorilor în raport cu termenele de încasare a creanțelor față de clienți. Este vorba despre o aprovizionare cu materii prime și materiale *just in time*, de realizarea unui ciclu de producție foarte scurt, de vânzarea rapidă a produselor finite sau a mărfurilor, de încasarea rapidă a creanțelor, de furnizori generoși în ceea ce privește termenele de plată (unele companii beneficiază și de avansuri din partea clienților) etc. De obicei, situație normală în industrie și în comerțul *en detail*.**	**Poate fi efectul unei restrângeri a nivelului de activitate a întreprinderii, manifestată printr-o reducere a stocurilor și creanțelor (nu se mai produce și nu se mai vinde, deci nivelul stocurilor și creanțelor este redus), concomitent cu existența unor restanțe de plată a datoriilor de exploatare (pe care întreprinderea nu are capacitatea să le plătească).**

Figura 4.4. **Interpretarea necesarului de fond de rulment de exploatare**

Totodată, nivelul necesarului de fond de rulment poate fi analizat și în funcție de domeniul în care își desfășoară activitatea societatea comercială analizată. Cu titlu exemplificativ, vezi cadrul 4.5:

Cadrul 4.5. Aspecte privind nivelul necesarului de fond de rulment de exploatare

- societăţile comerciale din industrie şi din comerţul *en gros* înregistrează în general un necesar de fond de rulment de exploatare pozitiv, în timp ce acelea din comerţul *en detail,* unul negativ (acesta constituie o resursă de finanţare pe termen scurt, degajată însă într-un mod permanent, din care se pot finanţa imobilizările);
- un necesar de fond de rulment de exploatare de mari dimensiuni se înregistrează în sectoarele de activitate cu cicluri relativ lungi de fabricaţie, în timp ce un necesar de fond de rulment de mici dimensiuni se înregistrează în sectoarele de activitate cu cicluri relativ scurte de fabricaţie;
- societăţile comerciale din comerţul *en detail* înregistrează de obicei un nivel negativ al necesarului de fond de rulment de exploatare;
- indiferent de sectorul de activitate, preocuparea companiei pentru acoperirea unor riscuri precum cele legate de blocarea producţiei ca urmare a inexistenţei stocurilor de materii prime (prin asigurarea unor stocuri de siguranţă) sau de incapacitatea de satisfacere a cererii clienţilor (prin menţinerea unor stocuri mai ridicate de produse finite sau de mărfuri) poate determina creşterea necesarului de fond de rulment de exploatare;
- indiferent de sectorul de activitate, o politică expansionistă în ceea ce priveşte acordarea de credite comerciale poate cauza o creştere a necesarului de fond de rulment de exploatare;
- societăţile comerciale mici prezintă de obicei niveluri ale necesarului de fond de rulment mai ridicate (ca procent din bilanţ) decât cele mari (se poate da ca exemplu situaţia unor mici buticuri, comparativ cu aceea a unor mari magazine, care înregistrează de cele mai multe ori niveluri negative ale indicatorului).

Pe lângă aspectul diferenţierii nivelului necesarului de exploatare în funcţie de domeniul de activitate (sectorul) în care acţionează compania, indicatorul poate fi diferit şi în funcţie de stadiul de dezvoltare al afacerii. Se poate intui faptul că o societate comercială aflată în stadii incipiente de dezvoltare nu are relaţii atât de privilegiate cu furnizorii încât să beneficieze de datorii de exploatare consistente. Totodată, în perioadele de demaraj ale afacerii, este posibil ca întreprinderile să posede cantităţi mai mari de produse finite, cât timp clienţii nu sunt familiarizaţi cu acestea. Lista exemplelor poate continua.

Un alt aspect pe care managementul financiar ar merita să îl considere îl reprezintă caracterul stocastic al necesarului de fond de rulment. Intuitiv, cât timp necesarul de fond de rulment depinde de nivelul unor elemente de activ circulant, cu profund caracter variabil (stocuri de materii prime, stocuri de produse în curs de fabricaţie, stocuri de produse finite, stocuri de mărfuri, decontări cu clienţii şi/sau cu furnizorii, diferite datorii de exploatare), se poate anticipa că acest indicator va putea varia, posibil substanţial, pe parcursul perioadei de gestiune. În aceste condiţii, se pune problema acoperirii necesarului de fond de rulment din fondul de rulment, în funcţie de strategia întreprinderii putându-se opta pentru viziuni mai prudente sau mai agresive de finanţare (vezi studiul de caz 4.4).

Studiul de caz 4.4. Politici de finanţare a necesarului de fond de rulment de exploatare

O companie are drept obiect de activitate comercializarea a trei categorii de mărfuri, două dintre acestea fiind procurate de la un furnizor, iar cea de a treia de la un alt furnizor. Plata furnizorilor se realizează la intervale variabile, în funcţie de cantitatea aprovizionată şi de preţul practicat. Totodată, se remarcă un nivel ridicat de variabilitate a stocurilor de mărfuri. Prin strategia companiei, s-a impus o limită valorică maximă pentru fiecare categorie de stoc (100 u.m., 50 u.m., respectiv 25 u.m.). De-a lungul timpului, s-au constatat următoarele niveluri asociate indicatorilor caracteristici necesarului de fond de rulment de exploatare: media istorică = 4 u.m., mediana = 13 u.m., minim = (-113 u.m.), maxim = 123 u.m., abaterea medie pătratică = 56 u.m.

Pornind de la ipoteza că trecutul este relevant pentru anticipările viitoare, managerul financiar poate opta pentru mai multe politici de finanțare a necesarului de fond de rulment.

În cea mai optimistă viziune, necesarul de fond de rulment negativ (-113 u.m) nu numai că nu implică alocarea de resurse financiare pe termen lung pentru asigurarea echilibrului financiar, dar se poate constitui ca o sursă de finanțare pentru alocările permanente.

În cea mai prudentă abordare, merită constituit un fond de rulment egal cu 123 u.m., astfel încât în cel mai nefavorabil scenariu să se înregistreze o trezorerie netă măcar egală cu 0.

Politici mai echilibrate vor ține cont de indicatorii tendinței centrale (media, mediana). Totodată, presupunând că necesarul de fond de rulment evoluează conform unei legi de distribuție normale[25], se poate afirma că necesarul de fond de rulment de exploatare va varia în intervalul [4 – 56, 4 + 56], adică [-52 u.m., 60 u.m.] cu o probabilitate de 68,3%. Similar, necesarul de fond de rulment va varia în intervalul [-108 u.m., 116 u.m.] cu o probabilitate de 95,4%, și în intervalul [-164 u.m., 172 u.m.] cu o probabilitate de 99,7%. Ținând cont de aceste considerații, în funcție de nivelul de siguranță dorit, managerul financiar va putea fixa nivelul fondului de rulment la 60 u.m. sau la 172 u.m.

Se poate constata că fiecare dintre viziunile prezentate are atât avantaje, cât și limite. Fondul de rulment este consituit pe seama unor resurse de finanțare stabile. Ca urmare, politica prudentă necesită costuri ridicate de finanțare (costul capitalurilor permanente este în general mai ridicat). Totodată, se poate constata că politicile prudente generează costuri ridicate de oportunitate (în general, o trezorerie netă pozitivă substanțială înseamnă bani nefolosiți în mod foarte rentabil).

Pe de altă parte, viziunile mai expansive, bazate pe un fond de rulment la niveluri reduse, chiar negative, pot genera costuri ridicate pentru că banca poate penaliza întreprinderea pentru caracterul mai riscant al creditului acordat și, în plus, pentru că are o forță în negociere mai ridicată.

După cum am afirmat, necesarul de fond de rulment constituie un necesar de finanțare. Acesta poate fi asigurat, ca principiu, pe seama resurselor pe termen lung excedentare față de alocările pe termen lung, respectiv a fondului de rulment permanent definit conform relației (4.1)[26]. Cât timp fondul de rulment permanent (net global) este superior necesarului de fond de rulment de exploatare, se poate considera că societatea comercială se află într-o stare de echilibru financiar.

Alături de necesarul de fond de rulment de exploatare, la nivelul anumitor societăți comerciale poate fi identificat și un necesar de fond de rulment în afara exploatării (NFRAE), ce poate fi definit analog necesarului de fond de rulment de exploatare:

$$NFRAE = Stocuri\ în\ afara\ exploatării + creanțe\ în\ afara\ exploatării - datorii\ în\ afara\ exploatării\ pe\ termen\ scurt \quad (4.14)$$

Spre deosebire de NFRE, inexistența unui NFRAE la nivelul unei anumite societăți comerciale nu trebuie să surprindă în mod neplăcut, această situație fiind doar rezultatul unei întreprinderi exclusiv orientată spre activitatea de bază. În cazul în care totuși există un NFRAE, acesta se poate constitui, după caz, într-un „consumator" de resurse de finanțare (dacă înregistrează un nivel pozitiv) sau, dimpotrivă, într-un mijloc de finanțare a activității de exploatare (în situația în care înregistrează o un nivel negativ, constituindu-se într-o resursă de finanțare în afara exploatării). Existența unui necesar de fond de rulment în afara exploatării pozitiv trebuie să ridice semne de întrebare managerului financiar, în condițiile în care trebuie identificate resurse de finanțare suplimentare pentru a se finanța o serie de activități fără o legătură directă cu specificul întreprinderii. Pe de altă parte, posibilitatea atragerii unor resurse de finanțare suplimentare, la un cost zero (datoriile luate în calculul necesarului de fond de rulment în afara exploatării sunt

[25] Pentru detalii legate de distribuția normală, vezi, de exemplu, Gujarati, Damodar, *Basic Econometrics*, McGraw-Hill, International Edition, 1988, p. 639.

[26] În terminologia analizei funcționale a bilanțului, acest indicator este denumit uneori fond de rulment net global (FRNG).

caracterizate, ca şi datoriile de exploatare, printr-un cost nul) poate fi utilizată ca soluţie pentru asigurarea echilibrului financiar. Ca exemple de datorii în afara exploatării prin care se poate finanţa o anumită perioadă de timp activitatea de exploatare sunt decontările cu acţionarii. Astfel, dividendele cuvenite acţionarilor pot fi plătite cu o oarecare întârziere, în condiţiile în care situaţia financiară la momentul respectiv o solicită, cât timp este respectată legislaţia în vigoare şi nu se manifestă efecte nefavorabile în ceea ce priveşte încrederea acestora în performanţele reale ale întreprinderii.

În final, pentru evidenţierea stării de echilibru general la nivelul întreprinderii se poate calcula trezoreria netă definită ca diferenţă între fondul de rulment net global şi necesarul de fond de rulment:

Trezoreria netă = fond de rulment permanent – necesar de fond de rulment (4.15)

Afirmam mai sus că activele şi pasivele de trezorerie pot fi incluse în categoria activelor, respectiv a pasivelor de exploatare. Prin acest demers, ne apropiem de optica analizei financiare în sistemul anglo-saxon, în care indicatorii fundamentali sunt fondul de rulment şi capitalul de lucru net (activul circulant net[27]).

Fondul de rulment este definit şi în optica anglo-saxonă ca diferenţă între capitalurile permanente şi imobilizări. În acelaşi timp, capitalul de lucru net este determinat ca diferenţă între activele circulante şi pasivele pe termen scurt:

Activul circulant net (capitalul de lucru net) = active circulante – datorii curente (4.16)

În această viziune, întotdeauna fondul de rulment este egal cu capitalul de lucru net. Analizând însă fenomenul în dinamică, starea de echilibru permanentă dintre cei doi indicatori se realizează ca efect al diferitelor strategii şi tehnici de finanţare. Asigurarea unei stări de echilibru financiar, materializată în acoperirea necesităţilor de finanţare a activităţii de exploatare, se va realiza fie pe seama resurselor pe termen lung (în excedent faţă de activele pe termen lung), fie pe seama unei resurse de finanţare din afara exploatării. În această optică, activele de trezorerie, respectiv pasivele de trezorerie, sunt considerate părţi integrante ale activităţii de exploatare şi, deci, nu trebuie evidenţiate într-o manieră distinctă.

4.5. Bilanţul economic

De multe ori, în diferite studii, se face apel la conceptele de activ, respectiv pasiv economic, ca indicatori distincţi faţă de cei de activ, respectiv pasiv bilanţier. Trebuie subliniat că bilanţul economic nu diferă în mod semnificativ de bilanţul funcţional[28]. Activul economic este definit ca sumă a imobilizărilor şi a necesarului de fond de rulment. Totodată, în categoria capitalurilor şi datoriilor se includ capitalurile remunerate sub forma dividendelor şi a dobânzilor.

Prezentarea economică a bilanţului exclude din capitaluri şi datorii datoriile de exploatare. Se consideră că datoriile de exploatare constituie resurse care, deşi sunt caracterizate printr-o exigibilitate redusă, prezintă un grad de stabilitate (ca sumă) în finanţarea activităţii de exploatare (economică) a întreprinderii.

---

[27] În literatura de specialitate din România, corespondentul acestui indicator poate fi considerat „activul circulant net", respectiv „datoriile curente nete" (vezi în acest sens, Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia a patra, Editura Economică, Bucureşti, 2007).

[28] Bellalah, Mondher, *Gestion Financière. Diagnostic, évaluation et choix des investissements*, Economica, Paris, 1998, p. 32.

Bilanțul economic își găsește aplicabilitatea în special în calculul și interpretarea indicatorilor de rentabilitate a întreprinderii (vezi capitolul 8 al lucrării noastre). Activul economic poate fi definit ca fiind acea parte a activului (net de datoriile de exploatare) utilizat în activitatea economică a întreprinderii. Pasivul economic constituie capitalurile investite (proprii și împrumutate), remunerate prin intermediul dividendelor, respectiv dobânzilor plătite.

Structura bilanțului economic este prezentată mai jos (vezi figura 4.5):

Activ economic	Pasiv economic
Activ imobilizat net	Capitaluri proprii
Active circulante nete	Datorii purtătoare de dobânzi

Figura 4.5. **Prezentarea schematică a bilanțului economic**

4.6. Analiza situației modificării capitalului propriu

Conform legislației din România, situațiile anuale ale întreprinderii trebuie să cuprindă: bilanțul, contul de profit și pierdere, situația modificărilor capitalului propriu, situația fluxurilor de trezorerie, note explicative la situațiile financiar anuale. În acest capitol, ne vom referi, alături de aspectele legate de analiza pe bază de bilanț și la câteva aspecte generale legate de situația modificării capitalului propriu.

Situația modificării capitalului propriu este prezentată ca o componentă distinctă a situațiilor financiare, care își propune să evidențieze:

- profitul net sau pierderea netă a perioadei;
- fiecare element de venit și cheltuială, câștig sau pierdere care, așa cum este solicitat de un standard, este recunoscut direct în capitalul propriu și totalul acestor elemente;
- efectul cumulativ al modificărilor politicilor contabile și corecția erorilor fundamentale.

Se menționează, totodată, necesitatea prezentării:

- tranzacțiilor de capital cu proprietarii și distribuțiile către aceștia;
- soldului profitului cumulat sau al pierderii cumulate la începutul perioadei și la data bilanțului și modificările pe parcursul perioadei;
- reconcilierii dintre valoarea contabilă a fiecărei categorii de capital propriu la începutul și la sfârșitul perioadei, prezentând distinct fiecare modificare.

Prin faptul că se specifică suma la începutul exercițiului financiar, sumele transferate în sau din cont în timpul exercițiului financiar, natura, sursa sau destinația oricăror asemenea transferuri, precum și suma rămasă la sfârșitul exercițiului financiar, se asigură o prezentare a evoluției tuturor acestor mișcări de capital, precum și a cauzelor acestora. În conformitate cu Standardele Internaționale de Contabilitate, variația capitalurilor proprii ale întreprinderii se poate explica pe seama a patru factori fundamentali, respectiv[29]:

1) relațiile întreprinderii cu proprietarii (prin fluxuri dinspre aceștia către companie, materializate în aporturi în bani sau în natură, sau în sens invers, prin distribuiri de dividende sau reduceri de capital social);

2) activitatea de gestiune a întreprinderii, materializată în obținerea unui anumit nivel al profitului net (vezi capitolul 5 al lucrării noastre);

3) activitățile de reevaluare a activelor și conversie a rezultatelor filialelor din străinătate;

4) politicile contabile utilizate.

[29] Stancu, Ion, *Finanțe*, ediția a treia, Editura Economică, București, 2002, p. 782.

În ceea ce priveşte obiectivele analizei acestui document, analistul poate depista cauzele modificărilor capitalului propriu. O creştere a acestuia explicată printr-un profit realizat de companie exprimă performanţa întreprinderii, ceea ce ne poate determina să trecem la capitolul 5 al lucrării noastre.

Referinţe bibliografice

Antoniu, Nicolae; Adochiţei, Mihai; Cristea, Horia; Neagoe, Ion; Dumitrescu, Dalina; Ilie, Vasile, *Finanţele întreprinderilor*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1993

Bătrâncea, Ioan (coordonator), *Analiza trezoreriei entităţii economice*, Editura Risoprint, Cluj-Napoca, 2008

Bellalah, Mondher, *Gestion Financière. Diagnostic, évaluation et choix des investissements*, Economica, Paris, 1998

Brezeanu, Petre, *Gestiunea financiară şi politicile financiare ale întreprinderii*, Editura Fundaţiei „România de Mâine", Bucureşti, 1998

Caraiani, Chiraţa; Dumitrana, Mihaela (coordonatori), *Bazele contabilităţii*, ediţia a cincea, Editura Universitară, Bucureşti, 2011

Gujarati, Damodar, *Basic Econometrics*, McGraw-Hill, International Edition, 1988

Ilie, Vasile, *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1999

Jensen, Michael; Meckling, William, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976

Stan, Sorin V.; Anghel, Ion, *Evaluarea întreprinderii*, Coediţie Editura IROVAL şi Editura Invel Multimedia, Bucureşti, 2007

Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia a treia, Editura Economică, Bucureşti, 2002

Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia a patra, Editura Economică, Bucureşti, 2007

Vintilă, Georgeta, *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 2005

Lecturi ulterioare

Bellalah, Mondher, *Gestion Financière. Diagnostic, évaluation et choix des investissements*, Economica, Paris, 1998, pp. 15-116

Caraiani, Chiraţa; Dumitrana, Mihaela (coordonatori), *Bazele contabilităţii*, ediţia a cincea, Editura Universitară, Bucureşti, 2011

Feleagă, Niculae; Malciu, Liliana; Bunea, Ştefan, *Bazele contabilităţii*, Editura Economică, Bucureşti, 2002

Matiş, Dumitru; Pop, Atanasiu, *Contabilitate financiară*, ediţia a treia, Editura Casa Cărţii de Ştiinţă, Cluj-Napoca, 2010

Ristea, Mihai (coordonator), *Contabilitate financiară*, Editura Universitară, Bucureşti, 2005

Stan, Sorin V.; Anghel, Ion (coordonatori), *Evaluarea întreprinderii*, Coediţie Edituta IROVAL şi Editura Invel Multimedia, Bucureşti, 2007, capitolul 5.7

Verificaţi-vă cunoştinţele!

- Care sunt factorii care pot conduce la creşterea fondului de rulment?
- Care sunt factorii care pot conduce la scăderea necesarului de fond de rulment?
- În cazul în care o societate comercială înregistrează acelaşi nivel al imobilizărilor corporale (300 u.m.) la începutul şi la finele exerciţiului financiar, a realizat investiţii?
- În cazul în care aveţi posibilitatea de a opta, în vederea efectuării analizei financiare pe baza bilanţului, între indicatori exprimaţi în mărime contabilă şi indicatori exprimaţi la preţurile pieţei, folosirea cărora vi se pare preferabilă? De ce?

BCU ASE CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- În cazul în care efectuați analiza financiară pe cazul unei întreprinderi ce acționează în agricultură, considerați preferabilă utilizarea bilanțului la finele anului sau a situației patrimoniului la un anumit moment de pe parcursul acestuia? Dezvoltați ideile.
- Care sunt principalele corelații ce trebuie urmărite prin efectuarea analizei structurii activului, respectiv a pasivului bilanțier?
- Care sunt principalele corelații ce trebuie urmărite prin efectuarea analizei patrimoniale a bilanțului?
- Care sunt principalele corelații ce trebuie urmărite prin efectuarea analizei funcționale a bilanțului?
- Cum interpretați un fond de rulment permanent pozitiv pentru cazul unei societăți comerciale cu activitate în sectorul metalurgic?
- Cum interpretați un fond de rulment permanent pozitiv pentru cazul unei societăți comerciale cu activitate în comerțul *en gros*?
- Cum interpretați un necesar de fond de rulment pozitiv pentru cazul unei societăți comerciale cu activitate în sectorul metalurgic?
- Cum interpretați un necesar de fond de rulment negativ pentru cazul unei societăți comerciale cu activitate în sectorul metalurgic?
- Cum interpretați un fond de rulment propriu pozitiv pentru cazul unei societăți comerciale cu activitate în sectorul metalurgic?
- Ce rate de lichiditate cunoașteți și care este interpretarea economică a acestora?
- Un combinat petrochimic înregistrează un nivel al ratei de lichiditate generală egal cu 1,75. Cum interpretați acest nivel? Dar dacă nivelul ar fi fost de 2,75?
- Un combinat petrochimic înregistrează un nivel al ratei de lichiditate imediată egal cu 1,25. Cum interpretați acest nivel? Dar dacă nivelul ar fi fost de 0,25?
- Cum interpretați o rată de finanțare a stocurilor de 2% în sectorul construcțiilor de mașini?
- Care sunt asemănările, respectiv deosebirile, dintre bilanțul funcțional și cel economic?
- Realizați o comparație succintă între informațiile ce pot fi furnizate managementului financiar al întreprinderii pe seama analizei pe baza bilanțului funcțional, comparativ cu aceea bazată pe cel financiar!
- Interpretați un nivel al fondului de rulment permanent egal cu 25% din activul bilanțului pentru o fabrică de conserve.
- Dați un exemplu de activ redundant. De ce considerați că este redundant?

Probleme și studii de caz

4.1. Se dă următorul bilanț:

Activ		Pasiv	
cheltuieli de cercetare-dezvoltare	1.000	capitaluri proprii	15.000
alte imobilizări	12.000	datorii bancare pe termen lung	9.300
stocuri și creanțe	12.000	datorii de exploatare	1.100
disponibilități	500	credite de trezorerie	100

Analizați situația echilibrului financiar (analiza poziției financiare).

4.2. Se dă următorul bilanț:

Activ		Pasiv	
cheltuieli de constituire	1.000	capitaluri proprii	15.000
alte imobilizări	10.000	datorii bancare pe termen lung	9.300
stocuri și creanțe	14.000	datorii de exploatare	1.000
disponibilități	300		

Calculați rata de lichiditate generală.

4.3. O întreprindere prezintă la sfârșitul exercițiului financiar următorul bilanț contabil:

Bilanț contabil simplificat

– mil. lei –

ACTIV	N	N+1	CAPITALURI ȘI DATORII	N	N+1
Cheltuieli de constituire	15	10	Capital social	800	800
Imobilizări corporale	1.000	1.200	Rezerve	200	300
Imobilizări financiare	200	200	Provizioane pentru riscuri și cheltuieli	100	100
Stocuri	400	550	Datorii financiare	300	500
Clienți	210	250	Furnizori	250	250
Disponibilități	5	10	Datorii fiscale și sociale	200	250
Prime privind rambursarea obligațiunilor	30	20	Credite de trezorerie	10	40
ACTIV TOTAL	**1.860**	**2.240**	**CAPITALURI ȘI DATORII TOTAL**	**1.860**	**2.240**

Pe baza bilanțului contabil, construiți bilanțul financiar al întreprinderii știind că la finele exercițiului:

- conform unei decizii a conducerii companiei, 20% din imobilizările financiare ale întreprinderii vor fi valorificate pe piață pe parcursul viitorului an;
- stocuri în valoare de 55 u.m. au o lichiditate de peste un an (producție în curs de execuție);
- 25% din datoriile financiare au scadență în exercițiul financiar care urmează, restul fiind pe o perioadă de 3 ani;
- 50% din provizioanele pentru riscuri și cheltuieli sunt constituite pentru acoperirea unor riscuri cu șansă mică de realizare, restul de 50% fiind justificate de existența unor riscuri cu șanse mari de realizare într-un an și jumătate.

Pornind de la bilanțul financiar, estimați dacă sunt îndeplinite condițiile unui echilibru financiar stabil pe termen scurt, respectiv pe termen lung, pe seama analizei patrimoniale.

4.4. Întreprinderea ALFA la sfârșitul exercițiului financiar încheiat dispune de un capital social în valoare de 1.100 mil. lei. Rezervele legale constituite de societate sunt de 200 mil. lei, iar provizioanele pentru riscuri și cheltuieli sunt de 150 mil. lei (din care 40% acoperă riscuri cu probabilitate mică de realizare și restul de 60% au în vedere riscuri cu probabilitate mare de realizare în următoarele 6 luni).

Exercițiul financiar s-a încheiat cu o pierdere de 10 mil. lei, majorându-se astfel suma pierderilor reportate la 50 mil. lei. Creditele pe termen mediu și lung contractate de societatea comercială sunt în valoare de 500 mil. lei.

Activul imobilizat al întreprinderii este în valoare de 2.000 mil. lei, din care 400 mil. lei reprezintă plusul de valoare rezultat din reevaluarea imobilizărilor la sfârșitul acestui exercițiu financiar.

Pe baza acestor informații să se calculeze fondul de rulment propriu. Reevaluarea imobilizărilor are impact asupra valorii fondului de rulment financiar al întreprinderii? De ce?

4.5. Indicatorii prezentați în continuare sunt caracteristici unui hotel situat pe litoralul românesc al Mării Negre în anul N. Analiza s-a realizat pe baza datelor contabile.

indicatorul	începutul anului	sfârșitul anului
SN	120.628	1.139.707
FR	- 204.904	12.866
FRP	- 204.904	12.866
NFR	-248.929	-84.290
TN	44.025	97.156

Interpretați acești indicatori, având în vedere particularitățile sectorului de activitate în care acționează societatea comercială.

4.6. O societate comercială cu activitate în comerțul *en detail* prezintă următoarele informații referitoare la exercițiul financiar trecut:

Informații din bilanț:
- total activ: 1.000;
- imobilizări: 400;
- active curente: 600;
- stocuri de mărfuri: 500;
- active de trezorerie: 100;
- capitaluri proprii: 300;
- datorii bancare pe termen lung: 200;
- datorii de exploatare: 400;
- dividende de plată: 100.

Informații suplimentare:
- active imobilizate în afara exploatării: 100;
- cota de impozit pe profit: 16% (se presupune că rezultatul contabil este identic cu rezultatul impozabil).

Analizați modalitatea în care se realizează echilibrul financiar la nivelul întreprinderii. Efectuați analiza prin prisma analizei pe baza bilanțului financiar și a celui funcțional. Către ce stakeholder de la nivelul întreprinderii este orientat fiecare tip de analiză?

4.7. Analizați situația lichidității companiei Avicola X în comparație cu alte trei companii concurente, pe baza indicatorilor prezentați în tabelele de mai jos:

Lichiditate generală	n-4	n-3	n-2*	n-1	n
Avicola X	1,23	2,34	2,43	1,67	1,34
Avicola A	0,78	1,34	1,34	0,42	0,47
Avicola B	0,95	0,88	1,03	1,40	0,67
Avicola C	0,77	0,88	0,90	1,03	0,82
*Menționăm că în anul (n-2) a fost recunoscută o epidemie care a afectat domeniul avicol, cu posibil impact asupra sănătății populației, care a influențat și preferințele de consum ale acesteia.					

Lichiditate imediată	n-4	n-3	n-2*	n-1	n
Avicola X	0,42	0,81	0,93	0,29	0,23
Avicola A	0,004	0,03	0,009	0,03	0,002
Avicola B	0,34	0,02	0,15	0,08	0,01
Avicola C	0,04	0,06	0,14	0,02	0,04

BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

Soluţii

4.1. Aplicaţia nu ar trebui să ridice probleme deosebite. Este necesar calculul indicatorilor prezentaţi în cadrul acestui capitol şi apoi interpretarea în contextul companiei prezentate.

4.2. Se aplică relaţia de calcul a ratei de lichiditate generală şi rezultă: $L_c = \frac{active\ circulante}{datorii\ curente} = \frac{14.000 + 300}{1.000} = 14,3.$ Rata de lichiditate este mult peste nivelul recomandat al indicatorului. Din perspectiva unei politici prudente, situaţia este ideală. Pe de altă parte, merită manifestată circumspecţie fie asupra nivelului prea ridicat al stocurilor, fie în ceea ce priveşte nivelul prea modest al datoriilor de exploatare.

4.3. Indicaţii: Pentru construirea bilanţului financiar se impune retratarea bilanţului contabil al societăţii în sensul ordonării stricte a activului şi pasivului în funcţie de lichiditatea, respectiv exigibilitatea acestora. Astfel:

- partea din imobilizările financiare ale societăţii cu o durată mai mică de un an vor putea fi considerate active de trezorerie;
- stocurile cu o durată de rotaţie mai mare de un an vor putea fi considerate ca intrând în categoria activelor pe termen lung;
- datoriile financiare cu scadenţa mai mică de un an vor majora creditele pe termen scurt ale întreprinderii înregistrate în bilanţul financiar al acesteia;
- provizioanele pentru riscuri şi cheltuieli vor fi repartizate între capitalurile proprii şi datoriile financiare ale întreprinderii în funcţie de şansa de realizare a riscurilor pentru care au fost constituite.

Activele fictive (ce nu pot fi valorificate de întreprindere în situaţia lichidării sale) nu vor fi luate în calculul activului total al bilanţului financiar, diminuând în acelaşi timp şi valoarea capitalurilor proprii din pasivul bilanţului financiar. În cazul societăţii comerciale analizate este vorba de cheltuielile de constituire şi primele de rambursare a obligaţiunilor.

Bilanţ financiar – mil. lei –

ACTIV	N	N+1	CAPITALURI ŞI DATORII	N	N+1
Active pe termen lung	1.200	1.415	Capitaluri proprii	1.005	1.120
Stocuri	360	495	Datorii financiare	275	425
Clienţi	210	250	Datorii de exploatare	450	500
Active de trezorerie	45	50	Credite de trezorerie	85	165
TOTAL ACTIV	**1.815**	**2.210**	**TOTAL CAPITALURI ŞI DATORII**	**1.815**	**2.210**

Pe baza acestui bilanţ financiar, analizăm echilibrul financiar al întreprinderii în exerciţiul financiar încheiat (respectiv anul N+1):

FR = 1.545 – 1.415 = 130 mil. lei

FRP = 1.120 – 1.415 = -295 mil. lei

NFR = 745 – 500 = 245 mil. lei

TN = 130 – 245 = -115 mil. lei

Calcul alternativ: TN = 50 – 165 = -115 mil. lei

Din calculul indicatorilor de echilibru financiar se poate observa că echilibrul financiar al întreprinderii este precar (FR<NFR), societatea comercială înregistrând o trezorerie netă negativă. Necesarul de fond de rulment fiind cu mult mai mare decât fondul de rulment permanent degajat de întreprindere, întreprinderea este nevoită să apeleze la credite pe termen scurt.

4.4. FRP = -290 mil. lei. Nu, reevaluarea activelor determină pe lângă o creştere a valorii imobilizărilor şi o creştere artificială a capitalurilor proprii prin incorporarea în cadrul acestora a diferenţelor din reevaluare.

4.5. Situaţia financiară poartă amprenta a două elemente fundamentale: pe de o parte se poate remarca influenţa sectorului de activitate, iar pe de altă parte – cea a ansamblului economiei în care aceasta acţionează. Cele două elemente se combină adeseori, din sinteza acestora rezultând o situaţie complexă.

Nivelurile înregistrate de indicatori se încadrează în categoria celor caracteristici sectorului de activitate al întreprinderii. Astfel, se remarcă în primul rând nivelurile negative ale fondului de rulment şi necesarului de fond de rulment, care însă se compensează reciproc determinând per global o stare de echilibru financiar la nivelul întregii întreprinderi, prin trezoreria netă pozitivă.

Situaţia netă se situează la niveluri pozitive şi la începutul, şi la finele anului. Constatăm o creştere a situaţiei nete cu 844%, ceea ce denotă o situaţie cu totul excepţională. Într-adevăr, se constată o creştere a activelor în raport cu cea a datoriilor, corespunzătoare unei creşteri a capitalurilor proprii. Totuşi, această creştere trebuie interpretată cu calm: creşterile de acest tip sunt explicabile prin nivelul modest al indicatorilor de la numitor.

În ceea ce priveşte fondul de rulment, acesta evoluează de la un nivel negativ la începutul anului, la un nivel pozitiv la finele acestuia. Explicaţia evoluţiei indicatorului este dată de politica de reinvestire a profitului practicată de întreprindere. În cazul situaţiei de la începutul anului, situaţia pare nefavorabilă, întrucât o parte din alocările permanente sunt finanţate din resurse pe termen scurt. Cu toate acestea, situaţia nu se încadrează în această categorie întrucât societatea comercială probabil posedă (datorită sectorului de activitate în care acţionează) un nivel stabil al datoriilor de exploatare, care se constituie ca o resursă permanentă de finanţare. La finele anului, fondul de rulment devine pozitiv, ceea ce denotă o stare de echilibru în partea de sus a bilanţului, a resurselor şi alocărilor permanente. Nivelul acestui indicator înregistrează un nivel convenabil, întrucât nu se ridică la o mărime exagerat de mare (care să implice o blocare inutilă de fonduri).

Constatăm că societatea comercială prezintă numai fond de rulment propriu, deci nu prezintă împrumuturi pe termen lung. Aceasta se constituie ca o premisă a solvabilităţii pe termen lung a întreprinderii, a realizării unui echilibru în partea de sus a bilanţului pe baza resurselor proprii de finanţare.

Necesarul de fond de rulment se situează în ambele momente analizate la niveluri negative. Un necesar de fond de rulment negativ poate fi rezultatul unei reduceri a nivelului activităţii (situaţie caracteristică întreprinderilor aflate într-o restrângere a pieţelor sau chiar în situaţii premergătoare lichidării) sau a unei politici foarte coerente în ceea ce priveşte politica faţă de clienţi, comparativ cu cea faţă de furnizori în ceea ce priveşte termenele de decontare. Opinăm că societatea analizată se înscrie în cea de a doua categorie, fiind caracterizată de un nivel redus al stocurilor şi al creanţelor faţă de clienţi în raport cu cel al datoriilor de exploatare. Cu toate acestea, se poate remarca scăderea necesarului de fond de rulment în sumă absolută, datorată pe de o parte scăderii datoriilor de exploatare cu o mărime superioară celei a scăderii creanţelor faţă de clienţi, iar pe de altă parte creşterii nivelului stocurilor.

Trezoreria netă înregistrează niveluri pozitive în ambele momente, ceea ce se constituie ca un semnal al realizării echilibrului financiar la nivelul întregii societăţi comerciale.

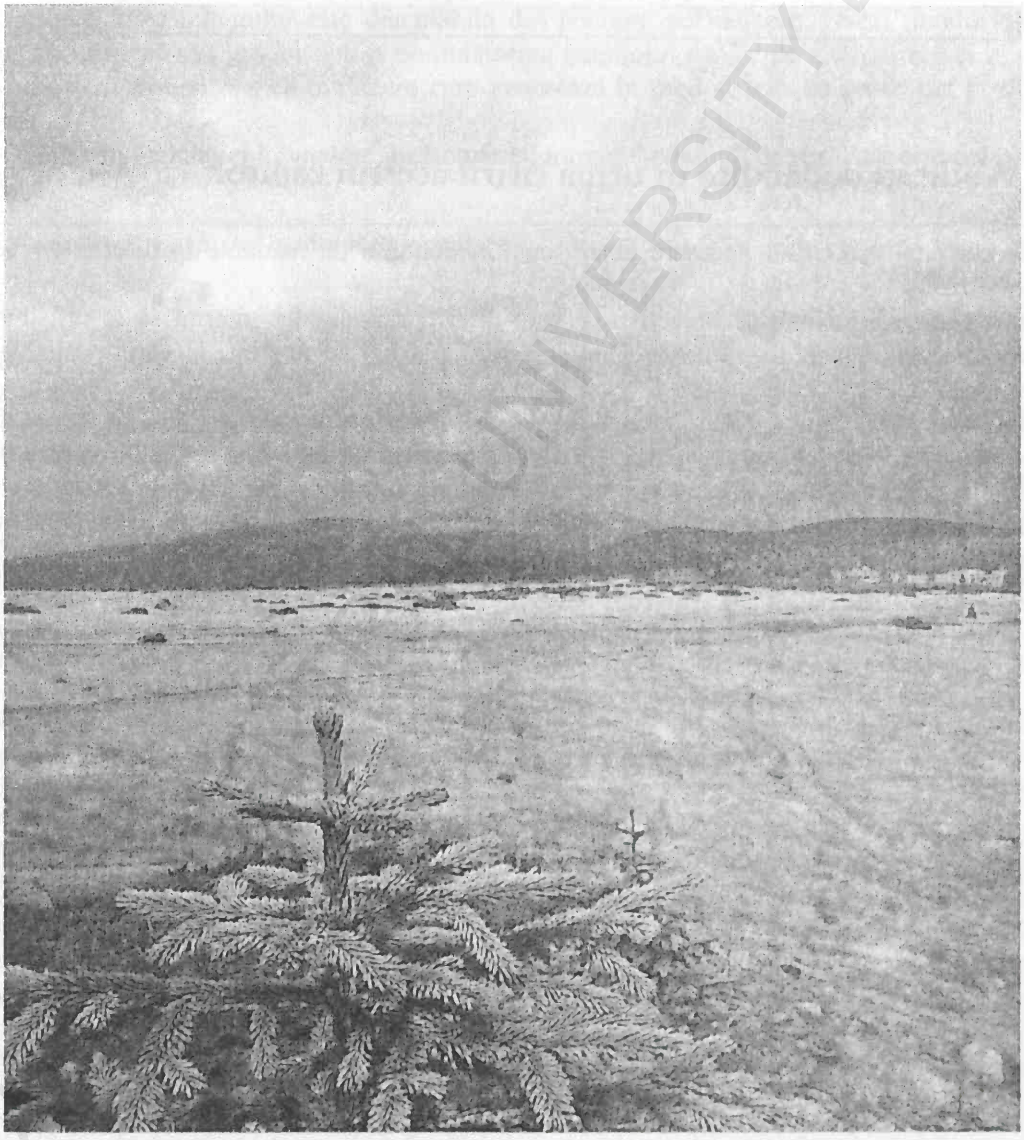
În sinteză, se constată că societatea comercială analizată se caracterizează printr-o stare de echilibru financiar la nivelul întregului bilanţ, totodată situaţia îmbunătăţindu-se în timp.

4.7. Pentru o imagine mai completă, se vor calcula mediile indicatorului pe fiecare companie. Se va ţine cont şi de tendinţele înregistrate la nivelul fiecărui an de sectorul de activitate.

Capitolul 5

Analiza profitabilităţii companiei*

Norocul îi ajută pe cei curajoşi.
Terenţiu



UNIVERSITY LIBRARY

* Autorul acestui capitol mulţumeşte co-autoarei aceluiaşi capitol din prima ediţie a cărţii noastre, doamna prof. univ. dr. Anamaria Ciobanu, pentru multe aspecte legate de această problematică, discutate împreună la acel moment, precum şi în multe momente următoare. Eventualele erori aparţin autorului.

După parcurgerea acestui capitol, sperăm că veți avea abilitatea de a interpreta principalii determinanți ai performanței financiare identificată prin profitabilitate.

Analizând contul de profit și pierdere al companiei pe care o conduceți, ați constatat că, deși rezultatul de exploatare al acesteia este pozitiv, rezultatul net a fost negativ. Care ar putea fi explicațiile pentru această situație? Trebuie să interpretăm această situație drept un semnal de alarmă?

Abilităţi dobândite în urma citirii acestui capitol:

- Înțelegerea corecțiilor necesare pentru analiza contului de rezultate în diferite contexte de analiză;
- Înțelegerea principalelor obiective pe care diferiți stakeholderi merită să le urmărească în analiza contului de rezultate, precum și a particularităților analizei ai cărei destinatari sunt aceștia;
- Înțelegerea semnificației economice a soldurilor intermediare de gestiune și a aplicabilității analizei pe baza acestora, cu particularizări de la sector de activitate la sector de activitate;
- Înțelegerea semnificației economice a capacității de autofinanțare;
- Înțelegerea utilității identificării cheltuielilor fixe și a cheltuielilor variabile în funcție de nivelul producției și în funcție de nivelul cifrei de afaceri;
- Înțelegerea semnificației pragului de rentabilitate și a utilității acestuia.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

5.1. O introducere în context

Pentru foarte multe persoane – specialişti în domeniul managementului financiar sau nu – profitul reprezintă principala motivaţie a unei afaceri. Deşi există anumite limite ale obiectivului de maximizare a profitului (vezi capitolul 1), analiza profitabilităţii îşi menţine importanţa pentru numeroşi beneficiari ai raportului de analiză. În acest sens, merită subliniat faptul că indicatorii de performanţă care cuantifică profitabilitatea sunt agreaţi din punct de vedere informaţional de majoritatea stakeholderilor companiei, întrucât sunt concludenţi şi comod de înţeles, inclusiv prin faptul că au o interpretare cvasi-unanim acceptată. Astfel, de exemplu, interpretarea unor indicatori din analiza pe baza bilanţului este discutabilă din anumite perspective – vezi nivelul optim al fondului de rulment sau gradul optim de îndatorare (capitolul 4). Pe de altă parte, cei mai mulţi investitori vor fi în consens că o afacere care generează în mod sistematic profit net pozitiv este dezirabilă[1].

Conform legislaţiei în vigoare, în România, formatul contului de rezultate este cel prezentat în cadrul 5.1[2]:

Cadrul 5.1. Formatul contului de rezultate

1. Cifra de afaceri netă
2. Venituri aferente stocurilor de producţie în curs de execuţie
3. Producţia realizată de entitate pentru scopurile proprii şi capitalizată[3]
4. Alte venituri din exploatare
5. a) Cheltuieli cu materiile prime şi materialele consumabile
   b) Alte cheltuieli externe (cu energie şi apă)

Cheltuieli privind mărfurile
Reduceri comerciale primite

6. Cheltuieli cu personalul:
   a) Salarii şi indemnizaţii
   b) Cheltuieli cu asigurările şi protecţia socială
7. a) Ajustări de valoare privind imobilizările corporale şi imobilizările necorporale
   b) Ajustări de valoare privind activele circulante
8. Alte cheltuieli de exploatare
9. Venituri din interese de participare
10. Venituri din alte investiţii şi împrumuturi care fac parte din activele imobilizate
11. Venituri din dobânzi şi alte venituri financiare
12. Ajustări de valoare privind imobilizările financiare şi investiţiile deţinute ca active circulante
13. Cheltuieli cu dobânzile şi alte cheltuieli financiare
14. Profitul sau pierderea din activitatea curentă
15. Venituri extraordinare
16. Cheltuieli extraordinare
17. Profitul sau pierderea din activitatea extraordinară
18. Impozitul pe profit
19. Alte impozite neprezentate la elementele de mai sus
20. Profitul sau pierderea net(ă) al(a) exerciţiului financiar

[1] Chiar şi cei interesaţi de tehnicile de optimizare fiscală vor accepta pe termen lung necesitatea înregistrării de profit.

[2] Ordinul Ministerului Finanţelor Publice nr. 2870 din 23 decembrie 2010 privind principalele aspecte legate de întocmirea şi depunerea situaţiilor financiare anuale şi a raportărilor anuale la unităţile teritoriale ale Ministerului Finanţelor Publice.

[3] Elementul *Producţia realizată de entitate pentru scopurile proprii şi capitalizată* evidenţiază veniturile din producţia de imobilizări.

Normele contabile afirmă, pe lângă necesitatea clasificării cheltuielilor în raport cu natura lor (de exploatare, financiare, extraordinare), şi pe cea a unei prezentări în funcţie de destinaţie[4]. Această prezentare poate fi foarte utilă managementului financiar, prin identificarea activităţilor profitabile şi, respectiv, neprofitabile şi luarea de măsuri în consecinţă.

În cele ce urmează, ne vom referi la principalele aspecte legate de profitabilitatea companiilor. Analiza profitabilităţii se realizează prin intermediul unor indicatori precum soldurile intermediare de gestiune, capacitatea de autofinanţare şi pragul de rentabilitate. Bineînţeles că această clasificare este subiectivă. Analiza problematicii pragului de rentabilitate poate fi integrată şi în diagnosticul financiar al riscului (vezi capitolul 9). Alte aspecte, precum analiza financiară a costurilor de producţie şi de non-producţie, a costului produsului şi a costului perioadei, a costurilor directe şi a celor indirecte etc. pot fi şi ele avute în vedere în analiza profitabilităţii companiei[5].

5.2. Analiza profitabilităţii. Soldurile intermediare de gestiune în viziune franceză şi anglo-saxonă. Capacitatea de autofinanţare

În ceea ce priveşte modalitatea de calcul a soldurilor intermediare de gestiune, literatura de specialitate din România a consacrat două modalităţi de abordare, determinate de sursa primară de inspiraţie, calculându-se aşadar solduri în viziune franceză, respectiv în viziune anglo-saxonă[6]. Din punct de vedere istoric, în literatura românească de specialitate de după 1989 au fost preferate pentru început lucrări de specialitate franceze, acestea fiind agreate în continuare şi de numeroşi autori români[7]. În ultima perioadă, alături de acestea, tot mai numeroase lucrări de specialitate din România au început să prezinte şi soldurile anglo-saxone[8]. La acest moment, tendinţa la nivelul mediului de afaceri este de a se prefera cea de-a doua variantă.

Soldurile intermediare de gestiune (în analiza de tip francez), împreună cu modul de calcul al acestora sunt prezentate în tabelul 5.1:

---

[4] Caraiani, Chiraţa; Dumitrana, Mihaela (coordonatori), *Bazele contabilităţii*, ediţia a cincea, Editura Universitară, Bucureşti, 2011, p. 49.

[5] Pentru o introducere în contextul contabilităţii manageriale, vezi Caraiani, Chiraţa; Dumitrana, Mihaela (coordonatori), *Bazele contabilităţii*, ediţia a cincea, Editura Universitară, Bucureşti, 2011, pp. 246-259. Fără a insista foarte mult pe această problemă, defalcarea incorectă pe costuri poate determina disfuncţionalităţi majore în activitatea companiilor. Cauza o constituie relativul subiectivism în ceea ce constituie cheile de repartizare a cheltuielilor indirecte pe diferite centre de cost sau de profit.

[6] Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Ţâţu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racşa, Anda, *Abordări practice în finanţele firmei*, Editura IRECSON, Bucureşti, 2005, p. 44 şi urm.

[7] Vezi: Stancu, Ion, *Gestiunea financiară a agenţilor economici*, Editura Economică, Bucureşti, 1994, pp. 50-54; Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia întâi, Editura Economică, Bucureşti, 1996; Dragotă, Victor, „Consideraţii privind modul de calcul al soldurilor intermediare de gestiune şi a capacităţii de autofinanţare", *Finanţe, Bănci, Asigurări*, nr. 6, 2001; prima ediţie a acestei lucrări (2003), Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Ţâţu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racşa, Anda, *Abordări practice în finanţele firmei*, Editura IRECSON, Bucureşti, 2005, pp. 44-48 etc.

[8] Vezi Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Ţâţu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racşa, Anda, *Abordări practice în finanţele firmei*, Editura IRECSON, Bucureşti, 2005, pp. 48-49; Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia a patra, Editura Economică, Bucureşti, 2007, p. 724 şi urm. etc.

Tabelul 5.1

Soldurile intermediare de gestiune (viziunea franceză)

Indicator	Relația de calcul
Marja comercială	Venituri din vânzarea mărfurilor – Costul mărfurilor vândute
Valoarea adăugată	Marja comercială + Producția exercițiului – Consumuri externe = Marja comercială + Producția vândută + Venituri din producția stocată + Venituri din producția de imobilizări – Cheltuieli cu materiile prime – Cheltuieli cu materiale consumabile – Cheltuieli cu energia și apa – Cheltuieli cu lucrări și servicii executate de terți
Excedentul brut de exploatare (EBE)	Valoarea adăugată + Venituri din subvenții de exploatare – Cheltuieli cu impozite, taxe și vărsăminte asimilate – Cheltuieli cu remunerațiile personalului – Cheltuieli privind asigurările sociale și protecția socială + Alte venituri de exploatare (încasate sau de încasat) – Alte cheltuieli de exploatare (plătibile) = Venituri de exploatare monetare – Cheltuieli de exploatare monetare Observație: Atenție la veniturile și cheltuielile de exploatare cu caracter excepțional, legate de amenzi și penalități (încasate, respectiv plătite), precum și legate de vânzările de active imobilizate! În cazul în care scopul analizei este de a identifica rezultatele repetabile în viitor, o parte dintre acestea nu vor fi luate în considerare. În cazul în care scopul analizei este pur și simplu de a calcula indicatorii la acest moment, aceste venituri și cheltuieli cu caracter excepțional vor fi luate în considerare, dar analistul va trebui să țină cont în interpretarea rezultatelor de caracterul specific al acestora
Rezultatul din exploatare	EBE + Venituri din reluări asupra provizioanelor privind activitatea de exploatare + Alte venituri de exploatare (calculate) – Cheltuieli cu amortizările și provizioanele de exploatare – Alte cheltuieli de exploatare (calculate) = Venituri de exploatare – Cheltuieli de exploatare
Rezultatul curent	Rezultat din exploatare + Rezultatul financiar = Rezultat din exploatare + Venituri financiare – Cheltuieli financiare
Rezultatul brut	Rezultat curent + Rezultat extraordinar
Rezultatul net	Rezultatul brut – Impozitul pe profit

Soldurile intermediare de gestiune oferă informații cu privire la profitabilitatea întreprinderii pe diverse paliere. Acestea pot fi determinate de caracteristici de *activitate* (de exploatare, financiară, excepțională și extraordinară), dar și de *capacitate a elementelor de venituri de a fi încasabile, respectiv a celor de cheltuieli de a fi plătibile* (cu alte cuvinte, de a genera fluxuri monetare, de cash) sau de *participare* a anumitor stakeholderi la distribuirea rezultatelor financiare (de exemplu, valoarea adăugată evidențiază suma disponibilă pentru recompensarea proprietarilor, creditorilor, personalului, statului, precum și pentru autofinanțare; rezultatul net evidențiază o sumă disponibilă pentru recompensarea acționarilor și autofinanțare). Scopul acestei analize este cel puțin dublu: pe de o parte, se evidențiază în cadrul analizei *care a fost nivelul de performanță al companiei*, iar pe de altă parte, *se dorește anticiparea rezultatelor viitoare ale companiei, presupunând că situația se va menține aproximativ la același nivel (eliminând cheltuielile și veniturile cu caracter extraordinar și excepțional).* De exemplu, faptul că o companie a fost afectată într-un anumit exercițiu financiar de pe urma unui eveniment extraordinar (de exemplu, o calamitate naturală) sau de unul cu caracter excepțional (de exemplu, s-a retras de pe o piață, lichidând toate activele deținute) va afecta performanțele financiare înregistrate la acest moment. Pentru realizarea de previziuni financiare, aceste evenimente vor fi luate în considerare numai în ceea ce privește efectele acestor evenimente pentru viitor (de exemplu, cheltuieli de

reparații, legate de evenimentul catastrofal), dat fiind faptul că aceste evenimente sunt considerate ca nesistematice.

În ceea ce privește structurarea elementelor de venituri și cheltuieli în funcție de tipul de activitate pe care o desfășoară societățile comerciale, aceasta poate fi de exploatare (de bază), financiară, precum și cu caracter excepțional și extraordinar.

Activitatea de exploatare se materializează în toate veniturile și cheltuielile care pot fi asociate activității de bază a întreprinderii, considerată a fi legată direct de producție și comercializare sau de alte activități conexe (vezi managementul companiei, inclusiv cel financiar, contabilitatea, departamentul juridic etc.). Practic, ea se referă la toate aspectele ce privesc compania, cu excepția activității financiare și a celei cu caracter întâmplător.

Activitatea financiară se referă la relațiile companiei cu băncile (venituri din dobânzi, dobânzi de plătit)[9], dar și la veniturile din investițiile financiare și cheltuielile aferente obținerii acestora (vezi venituri din interese de participare, venituri din alte investiții și împrumuturi care fac parte din activele imobilizate, alte venituri similare, cheltuieli asociate acestora).

Există și anumite elemente de venituri și cheltuieli cu caracter **extraordinar**. Acestea se află în conexiune cu cheltuielile și pierderile datorate unor calamități naturale, dar și cu veniturile din compensațiile primite pentru aceste cheltuieli și pierderi.

Un caracter particular îl prezintă o parte dintre cheltuielile cu caracter **excepțional**. Acestea privesc diferite amenzi și penalități plătite, anumite venituri din vânzarea unor imobilizări, precum și cheltuielile pentru realizarea acestor vânzări etc. Din punct de vedere contabil, acestea sunt incluse în categoria elementelor de exploatare. În sensul unei analize financiare pertinente, merită analizat dacă într-adevăr aceste elemente de venituri și cheltuieli se încadrează în categoria celor de exploatare, având un caracter firesc în activitatea companiei, sau unul de excepție (vezi exemplul 5.1).

Exemplul 5.1. Elemente de venituri și cheltuieli cu caracter excepțional

De exemplu, lichidarea unor autoturisme în vederea cumpărării unora noi, pentru o companie de taximetrie, poate fi interpretată ca o activitate firească de exploatare, avându-se în vedere faptul că veniturile și cheltuielile generate de noile autoturisme vor compensa pe cele înregistrate ca urmare a activității celor vechi.

Pe de altă parte, vânzarea a 50% din autoturismele deținute, ca urmare a unei crize acute de lichiditate, se va materializa în venituri substanțiale în prezent, dar nerepetabile în viitor.

Deși din punct de vedere contabil acestea reprezintă cheltuieli de exploatare, ele pot bruia logica în interpretare a rezultatelor din activitatea de exploatare, creând de cele mai multe ori o imagine artificială asupra performanței reale a companiei. Din această perspectivă, pentru analistul intern la nivelul companiei, o analiză pertinentă va impune corectarea veniturilor și cheltuielilor cu caracter excepțional.

O a doua structurare fundamentală clasifică **veniturile** în **încasabile**, respectiv **calculate**, și **cheltuielile** în **plătibile**, respectiv **calculate**. Majoritatea elementelor de venituri și cheltuieli se materializează în fluxuri monetare pentru companie, imediate – la momentul realizării operațiilor declanșatoare sau viitoare – generând fie realizarea promisiunii de a face o plată în viitor, fie primirea promisiunii că va încasa anumite sume în viitor. Există și anumite cheltuieli și venituri calculate la nivelul întreprinderilor – acestea nu se materializează efectiv niciodată în fluxuri

[9] Asimilăm aici și relațiile cu creditorii obligatari, precum și cu emitenții de obligațiuni.

monetare. Utilitatea lor rezidă în primul rând în posibilitatea influenţării impozitului pe profit[10]. Pentru analiza financiară, trebuie avut în vedere faptul că pentru o întreprindere nu este întotdeauna suficientă înregistrarea de profit, ci şi generarea de cash flow (vezi capitolul 7).

Analiza se poate realiza atât în mod **static** (la nivelul unui an de analiză) sau **în dinamică** (în analiză comparându-se indicatorii înregistraţi pe parcursul mai multor ani). Analiza în dinamică a soldurilor intermediare se poate realiza atât în preţuri curente, cât şi în preţuri constante (vezi capitolul 1). În cel de al doilea caz, este necesară deflatarea/inflatarea[11] acestora, astfel încât să se poată realiza o comparaţie în dinamică între valorile înregistrate. În cele ce urmează propunem deflatarea indicatorilor din exerciţiul financiar viitor, conform unei relaţii de tipul:

$$I_{pr.0} = \frac{I_{pr.1}}{1 + ri_{1/0}}, \tag{5.1}$$

unde:

$I_{pr.1}$ – indicatorul înregistrat în exerciţiul financiar viitor, exprimat în preţurile anului curent;

$I_{pr.0}$ – indicatorul înregistrat în exerciţiul viitor, exprimat în preţurile anului de bază;

$ri_{1/0}$ – rata inflaţiei înregistrată pe parcursului anului respectiv.

Inflatarea/deflatarea termenilor poate fi realizată fie pe baza ratei de creştere a preţurilor la nivelul întregii economii naţionale (vezi tabelul 5.2), fie pe baza ratei de creştere a preţurilor produselor (mărfurilor) vândute de societatea comercială analizată. Prima modalitate de asigurare a comparabilităţii datelor este mai relevantă pentru cazul în care se doreşte prezentarea întreprinderii în contextul întregii economii naţionale. În acest caz, unele sectoare pot fi atât de puternic afectate de inflaţie, încât să înceteze a mai constitui o oportunitate tentantă de investire (sectoarele respective nu sunt capabile să se adapteze condiţiilor de pe piaţă). Prin utilizarea ratelor de inflaţie caracteristice numai sectorului de activitate analizat, se evidenţiază efectiv indicatorii de performanţă ai întreprinderii analizate (care poate beneficia de anumite condiţii mai favorabile prin faptul că acţionează într-un anumit domeniu). Pentru a estima o valoare a acestor indicatori cât mai aproape de realitate ar trebui să se apeleze la indici de preţ corespunzători fiecărui element de cheltuială, respectiv de venit. De exemplu, se poate ca nivelurile costurilor factorilor de producţie să înregistreze rate de creştere inferioare ratelor de creştere ale preţurilor de vânzare, deşi acestea din urmă pot fi mai reduse decât rata generală de creştere a preţurilor din economia respectivă. Din păcate, lipsa datelor privind nivelul diferenţiat al acestor indici de preţ face comodă folosirea unui tratament unitar în deflatarea cheltuielilor şi veniturilor întreprinderii.

Astfel, chiar dacă în situaţia financiară ce apare la nivelul documentelor contabile (realitate cuantificată prin intermediul preţurilor curente), profitul net al întreprinderii înregistrează o creştere, este posibil ca acesta să nu reprezinte un rezultat al activităţii mai performante desfăşurate de societatea comercială, ci doar o reflectare a efectelor inflaţiei. Situaţia indicatorilor prezentaţi în tabelul 5.2 este elocventă (vezi, de exemplu, situaţia din anii 1991-2004).

---

[10] Pentru introducerea în aspectele de bază ale acestei probleme, vezi Ţâţu Lucian şi colectiv, *Fiscalitate. De la lege la practică*, ediţia a şaptea, Editura C.H. Beck, Bucureşti, 2010 sau ediţii ulterioare. Pentru o analiză a importanţei cheltuielilor deductibile şi a celor nedeductibile asupra cotei efective de impozitare a companiilor din România, vezi: Ţâţu, Lucian; Dragotă, Victor; Vintilă, Nicoleta, "An Observation of the Effective Tax Rate for Corporate Income in Romania", *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, Vol. 45, No. 1/2011, pp. 91-106, http://www.ecocyb.ase.ro/12011%20pdf/Tatu.pdf

[11] Inflatarea şi, respectiv, deflatarea reprezintă procedee prin care se asigură comparabilitatea dintre indicatori, prin eliminarea impactului inflaţiei. Prin inflatare se asigură această comparabilitate la nivelul unui an ulterior celui în care s-a înregistrat indicatorul, iar prin deflatare – la nivelul unui an anterior.

Tabelul 5.2

Ratele inflației pentru România în perioada 1972-2011

Anul	Rata inflației pentru România (%)	Anul	Rata inflației pentru România (%)
1972	0,0	1992	210,4
1973	0,7	1993	256,1
1974	1,1	1994	136,7
1975	0,2	1995	32,3
1976	0,6	1996	38,8
1977	0,6	1997	154,8
1978	1,6	1998	59,1
1979	2,0	1999	45,8
1980	2,1	2000	45,7
1981	3,1	2001	34,5
1982	17,8	2002	22,5
1983	4,1	2003	15,3
1984	1,1	2004	11,9
1985	0,8	2005	9,0
1986	1,0	2006	6,56
1987	0,9	2007	4,84
1988	2,2	2008	7,85
1989	1,1	2009	5,59
1990	5,1	2010	6,09
1991	170,2	2011	5,79

Sursa: http://www.insse.ro

Având în vedere aceste aspecte de bază, să analizăm în continuare soldurile intermediare de gestiune.

Primul sold intermediar de gestiune îl reprezintă ***marja comercială***. Acesta cuantifică nivelul de performanță financiară înregistrat de societatea comercială din activitatea comercială. Ca atare, indicatorul trebuie să țină cont de toate veniturile și cheltuielile legate de activitatea de comercializare a mărfurilor:

$$\textit{Marja comercială} = \textit{Venituri din vânzarea mărfurilor} - \textit{Cheltuieli legate de vânzarea mărfurilor} \quad (5.2)$$

Nivelul acestui indicator este determinat de volumul de mărfuri vândute și de adaosul comercial aplicat. Ca toate celelalte solduri intermediare de gestiune, este de apreciat un nivel al indicatorului pozitiv cât mai ridicat. Cu toate acestea, un nivel prea ridicat al indicatorului poate atrage concurenții.

În acest context, o marfă reprezintă un bun cumpărat în vederea re-vânzării. Se realizează așadar o distincție între mărfuri (obiect al activității comerciale) și produse finite (obiect al activității de producție), chiar dacă și cele din urmă sunt în final destinate tot vânzării (vezi exemplul 5.2).

BCU "LUCIAN BLAGA" UNIVERSITY LIBRARY

Exemplul 5.2. Activitate comercială versus activitate de producție

Compania CEZAR SA are drept obiect principal de activitate producția de plăci ceramice (gresie, faianță etc.). Vânzarea acestor produse se realizează în cea mai mare parte printr-o rețea de distribuitori (97,45% din vânzări). Compania CEZAR SA dispune totodată de un magazin de prezentare și desfacere, în care realizează, pe lângă comercializarea propriilor produse, și vânzarea de adezivi, chit, șape autonivelante etc., produse cumpărate de la compania SBF SA.

În analiza financiară a soldurilor intermediare de gestiune, produsele SBF SA vor fi luate în considerare drept mărfuri și, ca atare, vor fi generatoare ale veniturilor și cheltuielilor ce se constituie ca determinanți ai marjei comerciale.

Pe de altă parte, deși destinate tot vânzării, produsele CEZAR SA vor fi luate în considerare drept produse finite și vor fi generatoare ale veniturilor și cheltuielilor ce se constituie drept determinanți ai celorlalte solduri intermediare de gestiune.

Filosofia de calcul a soldurilor intermediare de gestiune este aceea a „cascadei"[12]: fiecare sold intermediar de gestiune se bazează pe cel anterior calculat. Următorul sold este reprezentat de ***valoarea adăugată***, cuantificând plusul de valoare adăugat de societatea comercială prin activitatea desfășurată în raport cu contribuția terților. Ca urmare, marja comercială este corectată cu veniturile de exploatare de bază, scăzându-se cheltuielile cu furnizorii externi, indiferent dacă se referă în mod direct la activitatea de bază a companiei (materii prime, materiale, utilități etc.), sau în mod indirect (consultanță contabilă sau fiscală, analiști externi, experți externi implicați în elaborarea de studii de fezabilitate pentru compania analizată etc.):

Valoarea adăugată = Marja comercială + Producția vândută + Venituri din producția stocată + Venituri din producția de imobilizări – Cheltuieli cu materiile prime – Cheltuieli cu materiale consumabile – Cheltuieli cu energia și apa – Cheltuieli cu lucrări și servicii executate de terți (5.3)

Valoarea adăugată poate fi interpretată și ca un potențial de remunerare a stakeholderilor din cadrul întreprinderii, respectiv a investitorilor de capital (acționari și creditori), angajaților (salariați diverși și manager), precum și a statului[13]. Fluxurile prin care sunt remunerați acești „parteneri" ai întreprinderii și care se deduc treptat din valoarea adăugată creată sunt următoarele:

- cheltuielile de personal, ce asigură remunerarea salariaților implicați în activitatea companiei (inclusiv impozitele și contribuțiile diverse care cad în sarcina fiscală a acestora);
- impozitele și taxele, ce se presupune că revin statului ca remunerare pentru asigurarea cadrului de desfășurare a activității întreprinderii;
- amortizarea, o cheltuială calculată de întreprindere în scopul asigurării reînnoirii capacităților actuale de producție;
- cheltuielile financiare, reprezentând dobânzile (și alte comisioane) ce revin creditorilor pentru creditele pe care aceștia le acordă în scopul finanțării afacerii;
- profitul net (distribuit sub formă de dividende, investit în companie[14] sau nerepartizat[15]), prin care se remunerează proprietarii întreprinderii pentru capitalurile pe care aceștia le-au avansat în afacere.

---

[12] Stancu, Ion, *Finanțe*, ediția a patra, Editura Economică, București, 2007.

[13] Justificarea pentru considerarea statului drept stakeholder din interiorul companiei pornește de la ipoteza că într-un stat democratic, de drept, este opțiunea liber consimțită a comunității de a plăti impozite și taxe, în vederea maximizării binelui comun. La limită, și într-un stat totalitar, statul își va legitima statutul de stakeholder prin aceea că acceptă ca societatea comercială să funcționeze.

[14] Profitul nerepartizat acționarilor poate fi asimilat unei remunerări a acestora în condițiile în care reinvestirea sa duce la majorarea valorii capitalurilor proprii.

[15] Profitul nerepartizat acționarilor poate fi asimilat unui profit investit pe o perioadă limitată în companie.

Prin raportarea mărimii acestor remunerări la valoarea adăugată se obțin procentele în care acestea au fost distribuite către fiecare dintre stakeholderi. Evoluția în timp a acestor procente, sau compararea lor cu cele specifice altor companii din același sector de activitate reflectă, pentru întreprinderea în cauză, caracteristicile politicii sale privind remunerarea stakeholderilor respectivi. Merită subliniat însă faptul că termenul de „politică privind remunerarea" trebuie privit cu îngăduință. Compania are obligația asumată prin contracte de a-și rambursa creditele și de a plăti dobânzile aferente acestora. Statul are o relativă libertate în ceea ce privește fixarea impozitelor, iar companiile au obligația legală de a le plăti. Chiar și în plata drepturilor salariale, politicile companiei pot avea o relativă întârziere în aplicare, în condițiile în care există anumite obligații prevăzute prin contractele de muncă. Cu toate acestea, ponderile remunerării stakehodlerilor în valoarea adăugată pot servi ca reper (vezi studiul de caz 5.1).

Studiul de caz 5.1. Analiza repartizării valorii adăugate

Societatea comercială ANDA SRL se ocupă cu desfacerea de produse cosmetice. Din punctul de vedere al rețelei comerciale, toate vânzările se realizează printr-un singur punct de vânzare situat în apropierea Centrului Vechi al Bucureștiului. Societatea are un unic proprietar, care joacă și rolul de manager. În ultimul an, ANDA SRL a contractat un credit pentru achiziția spațiului închiriat în care își desfășura activitatea. În ultimii cinci ani, societatea comercială a avut următoarea evoluție a procentelor remunerației stakeholderilor în valoarea adăugată (vezi tabelul 5.3):

Tabelul 5.3

Repartizarea valorii adăugate între stakeholderi în cazul societății comerciale ANDA SRL

Stakeholderi	%				
	an (t-4)	an (t-3)	an (t-2)	an (t-1)	an t
Salariați	82	80	76	70	57
Stat	7	8	8	8	11
Investiții pentru menținerea și dezvoltarea întreprinderii (amortizare, provizioane, profit investit în societatea comercială)	7	8	10	15	7
Creditori	0	0	0	0	18
Proprietari	4	4	6	7	7
Total	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

Prima constatare este modificarea politicii de finanțare a companiei. Tradițional, aceasta nu apela la îndatorare – vezi primii patru ani. Utilizarea creditelor generează o modificare a procentelor destinate celorlalți stakeholderi. Este de sesizat faptul că nu toți stakeholderii înregistrează scăderi ale procentului din valoarea adăugată de care beneficiază: statul înregistrează chiar o creștere cu trei puncte procentuale (dată fiind relativa stabilitate din primii patru ani, este de bănuit o modificare a politicii fiscale – fie prin modificarea cotei de impunere, fie prin modificarea bazei de impozitare). Se observă, de asemenea, o creștere a valorii distribuite către proprietari, atât prin intermediul dividendelor acordate, cât și prin profitul investit. Societatea comercială ANDA SRL are un unic proprietar, care și conduce afacerile societății comerciale. În aceste condiții, problemele de agent legate de distribuirea profitului sunt mult diminuate. În condițiile în care se analizează situația unei societăți comerciale cu o structură a acționariatului disipată, câștigul de care beneficiază acționarii minoritari este dividendul[16].

[16] Pentru o dezvoltare a acestei teme, vezi Dragotă, Victor, *Politica de dividend*, Editura All Beck, București, 2003; Dragotă, Victor, "Minority shareholders' protection in Romanian capital markets: evidence on dividends", *Euro-Mediterranean Economics and Finance Review*, Vol. 1, No. 1, January 2006, pp. 76-89, http://emefir.france-paris.org/emefir1.pdf; Dragotă, Mihaela; Dragotă, Victor; Țâțu, Lucian; Țâțu, Delia, "Income Taxation Regulation And Companies' Behaviour: Is The Romanian Companies' Dividend Policy Influenced By The Changes In Income Taxation?", *Journal of Economic Forecasting*, Vol. 10(1), 2009, pp. 76-93, http://ideas.repec.org/a/rjr/romjef/ v6y2009i1p76-93.html

Alocările de valoare adăugată către salariaţi se diminuează semnificativ pe parcursul celor trei exerciţii. Această involuţie a procentului poate fi explicată prin factori precum reducerea numărului de salariaţi sau creşterea cheltuielilor cu salariile într-un ritm mai lent decât creşterea valorii adăugate. Pentru societatea comercială analizată, explicaţia este cea dintâi, această evoluţie determinând creşterea riscului apariţiei unor conflicte de muncă sau măcar demotivarea personalului.

După o perioadă de creştere a ponderii din valoarea adăugată alocată către dezvoltarea societăţii comerciale, în ultimul an de analiză aceasta scade cu opt puncte procentuale, la un nivel egal cu cel din primul an. Situaţia nu este neapărat nefavorabilă, în cazul în care societatea analizată a ajuns la maturitate.

Epilog: deşi datele nu se referă la acest moment, la trei ani după înregistrarea acestor indicatori, ANDA SRL îşi înceta activitatea datorită problemelor de solvabilitate. Creditul bancar contractat a destabilizat fluxurile de numerar (vezi şi capitolul 7).

Nivelul remunerării din valoarea adăugată a fiecărei categorii de stakeholderi constituie o chestiune care suscită numeroase dezbateri, care transcend problematica managementului financiar. De exemplu, care stakeholder merită o parte mai mare din valoarea adăugată: acţionarii sau salariaţii? Pe de altă parte, anumite aspecte sunt relativ obiective. Astfel, un grad ridicat de finanţare al întreprinderii prin intermediul creditelor va implica în mod direct creşterea procentului din valoarea adăugată creată distribuit creditorilor. În cazul proprietarilor, majorarea procentului alocat acestora poate indica atât o putere în negociere mai ridicată a acestora, cât şi o politică a întreprinderii de atragere, respectiv menţinere a interesului acestora pentru a investi cu prilejul noilor emisiuni de acţiuni. Aceste procente analizate în mod individual nu deţin o putere informativă ridicată. Pentru a evidenţia dacă întreprinderea asigură sau nu o remunerare corespunzătoare proprietarilor, respectiv creditorilor ei, este indicată compararea acestor mărimi cu cele corespunzătoare unor întreprinderi similare. În ceea ce priveşte procentele din valoarea adăugată alocate salariaţilor sau capacităţilor de producţie existente, termenul de comparaţie ar trebui să fie gradul de eficienţă al acestor factori de producţie.

Astfel, evoluţia în timp a indicatorului $\frac{Cheltuieli\ cu\ personalul}{Valoare\ adăugată}$ merită coroborată cu cea a indicatorului de productivitate a muncii $\frac{Valoare\ adăugată}{Numărul\ de\ salariaţi}$. De asemenea, evoluţia ponderii investiţiilor pentru menţinerea şi dezvoltarea întreprinderii în valoarea adăugată merită comparată cu un indicator de eficienţă a imobilizărilor, de exemplu cu:

$$\frac{Valoare\ adăugată}{Imobilizări\ corporale\ şi\ necorporale\ utile\ în\ activitatea\ de\ bază\ a\ întreprinderii}.$$

Valoarea adăugată constituie un indicator uşor manipulabil, prin trecerea unor elemente de cheltuieli de la categoria de „interne" la cea de „externe". O companie poate creşte nivelul valorii adăugate prin angajarea directă a unor colaboratori externi. De exemplu, în loc să apeleze la serviciile unei societăţi comerciale specializate în aria serviciilor contabile, compania poate angaja un număr de contabili. Internalizarea serviciilor va creşte nivelul valorii adăugate (scade cheltuiala cu serviciul efectuat de terţi). Cu toate acestea, îmbunătăţirea indicatorului nu reflectă o îmbunătăţire a activităţii companiei. În funcţie de diferenţa dintre cele două tipuri de cheltuieli se poate constata care este decizia optimă din punct de vedere financiar.

Cel de-al treilea sold intermediar de gestiune este denumit ***Excedent brut de exploatare (EBE)*** şi evidenţiază fluxurile de numerar implicate în activitatea de exploatare a întreprinderii, mărimea sa fiind dată de diferenţa dintre veniturile încasabile de exploatare şi cheltuielile plătibile de exploatare. În condiţiile în care întreprinderea realizează un câştig din activitatea sa

de exploatare, acest sold intermediar poartă denumirea de *excedent brut de exploatare*, în caz contrar, când sunt obținute pierderi, avem de-a face cu o *insuficiență brută de exploatare*. În filosofia de calcul sub formă de „cascadă" a soldurilor intermediare de gestiune, relația de calcul a indicatorului este:

Excedentul brut de exploatare = Valoarea adăugată + Venituri din subvenții de exploatare – Cheltuieli cu impozite, taxe și vărsăminte asimilate – Cheltuieli cu remunerațiile personalului – Cheltuieli privind asigurările sociale și protecția socială + Alte venituri de exploatare încasabile – Alte cheltuieli de exploatare plătibile (5.4)

Excedentul brut de exploatare realizat de o întreprindere ne indică mărimea resurselor de finanțare (vezi sensul de cash flow) rezultate din activitatea sa de exploatare. Veniturile și cheltuielile calculate de întreprindere din considerente pur fiscale și având ca scop orientarea unei părți din resursele realizate către menținerea capacităților de producție existente (amortizările și provizioanele[17] constituite) nu se regăsesc în calculul acestui sold intermediar de gestiune, urmând a fi scăzute la calculul următorului sold. Ca urmare, excedentul brut de exploatare, nefiind influențat de politica de investiții a întreprinderii (ce se răsfrânge asupra nivelului amortizării calculate), de politica sa financiară (concretizată în nivelul cheltuielilor și veniturilor financiare), sau de evenimentele extraordinare, reprezintă o bază bună de comparație a profitabilității companiilor din același sector de activitate sau pentru aceeași companie analizată la momente diferite. Astfel este determinată mărimea capacității de autofinanțare rezultată din activitatea lor de exploatare. Performanțele întreprinderii pot fi, însă, determinate și de modul în care excedentul brut de exploatare este investit, respectiv alocat între proprietarii și creditorii întreprinderii. Dacă resursele create de întreprindere din activitatea sa de exploatare (excedentul brut de exploatare) sunt alocate sau nu în mod echilibrat pentru menținerea capacităților de producție existente, respectiv pentru remunerarea proprietarilor și creditorilor se poate observa din analiza următoarelor solduri intermediare de gestiune.

În literatura română de specialitate există o nuanțare diferită în legătură cu modalitatea de calcul a acestui indicator. Astfel în anumite lucrări de specialitate, excedentul brut de exploatare este înțeles ca rezultat după eliminarea influenței factorului uman (personal) și a statului (făcând abstracție de impozitul pe profit)[18]. Ca urmare, o relație de calcul alternativă ar fi:

Excedentul brut de exploatare = Valoarea adăugată + Venituri din subvenții de exploatare – Cheltuieli cu impozite, taxe și vărsăminte asimilate – Cheltuieli cu remunerațiile personalului – Cheltuieli privind asigurările sociale și protecția socială (5.5)

Diferența este dată de includerea sau nu a rubricilor legate de alte venituri de exploatare încasabile, respectiv de alte cheltuieli de exploatare plătibile. Această abordare pune accentul pe modalitatea întreprinderii de a genera rezultate după plata celor doi stakeholderi menționați – personal și stat. Deși diferențele de interpretare există, de cele mai multe ori sunt minore. În cazul

[17] Un provizion reprezintă o datorie a cărei mărime sau scadență este incertă. Provizioanele pot fi de natură legală sau pot fi asumate unilateral de companie. De exemplu, se poate constitui un provizion în cazul în care compania își asumă efectuarea cheltuielilor de reparații pe o anumită perioadă după vânzarea produselor, pentru plățile ce ar rezulta în urma pierderii unor procese etc. Pentru detalii, inclusiv legate de evaluarea și tratamentul fiscal al acestora, vezi Caraiani, Chirața; Dumitrana, Mihaela (coordonatori), *Bazele contabilității*, ediția a cincea, Editura Universitară, București, 2011, pp. 204-205.

[18] Vintilă, Georgeta, *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Didactică și Pedagogică, București, 1997, p. 87; Brezeanu, Petre, *Gestiunea financiară a întreprinderii în economia de piață*, Editura Fundației „România de Mâine", București, 1999, p. 30 ș.a.

apariției unor diferențe semnificative între rezultatele obținute pe baza celor două relații de calcul, merită realizată o aprofundare a analizei, în funcție de scopul urmărit de analist[19].

De asemenea, în funcție de scopul analizei, aceasta merită nuanțată în cazul în care compania a înregistrat venituri și cheltuieli cu caracter excepțional, precum cele legate de amenzi și penalități plătite sau încasate, sau aflate în legătură cu vânzarea de active imobilizate. În cazul în care se dorește evidențierea situației efective, faptice la nivelul unui anumit exercițiu financiar, acestea merită luate în considerare în calculul excedentului brut de exploatare, dat fiind faptul că sunt venituri încasabile, respectiv cheltuieli plătibile. Pe de altă parte, cea mai mare parte a acestora nu au un caracter repetabil, respectiv nu există motive pentru a anticipa înregistrarea acestui indicator și în viitor. Din acest motiv, în cazul în care se dorește efectuarea unei analize pentru realizarea unei prognoze consistente cu realitatea, indicatorul merită corectat, eliminând influența acestor aspecte cu caracter excepțional.

Rezultatul din exploatare este calculat și raportat de întreprindere în cadrul situațiilor sale financiare și reprezintă diferența existentă dintre veniturile și cheltuielile totale implicate de activitatea de exploatare a acesteia. Din perspectiva logicii soldurilor intermediare de gestiune, excedentul de exploatare este corectat cu veniturile și cheltuielile calculate la nivelul întreprinderii:

Rezultatul din exploatare = EBE + Venituri din provizioane privind activitatea de exploatare + Alte venituri de exploatare calculate – Cheltuieli cu amortizările și provizioanele de exploatare – Alte cheltuieli de exploatare calculate (5.6)

Rezultatul de exploatare reprezintă sursa pe care întreprinderea se poate baza pentru acoperirea cheltuielilor sale financiare și extraordinare, precum și pentru înregistrarea de profit. La un nivel minimal, rezultatul din activitatea de exploatare, la care se adaugă eventual veniturile financiare obținute de întreprindere ar trebui să depășească nivelul cheltuielilor financiare ale acesteia.

Rezultatul curent ia în considerare și activitatea financiară a întreprinderii. Ca urmare, relația de calcul în spiritul soldurilor intermediare de gestiune va fi:

Rezultatul curent = Rezultatul de exploatare + Venituri financiare – Cheltuieli financiare (5.7)

În principiu, o întreprindere ar trebui să conteze preponderent pe activitatea de exploatare, de cele mai multe ori rezultatul curent fiind mai mic decât rezultatul de exploatare. Cu toate acestea, pentru anumite companii (vezi de exemplu companiile tip conglomerat, holding), activitatea financiară poate determina rezultate curente mai mari decât cele de exploatare. Rezultatul curent cuantifică performanța relativ stabilă a companiei, neținând cont de impactul factorilor extraordinari.

Rezultatul brut reprezintă un rezultat global la nivel de companie, ținând cont chiar și de activitatea cu caracter extraordinar, dar care nu ține cont de impactul fiscalității. În filosofia soldurilor intermediare de gestiune, relația sa de calcul va fi:

Rezultatul brut = Rezultatul curent + Venituri extraordinare – Cheltuieli extraordinare (5.8)

[19] Preferința pentru o relație de calcul sau pentru alta este dată de multe ori de obiectivul analizei. În anumite lucrări, se accentuează asupra diferenței dintre EBE (calculat conform primei relații de calcul) și excedentul de trezorerie al exploatării (ETE, calculat conform celei de a doua relații de calcul). Vezi, de exemplu, Berk, Jonathan; DeMarzo, Peter, *Finance d'entreprise*, 2e édition, Pearson Education France, 2011, adaptation française par Gunter Capelle-Blancard, Nicolas Couderc, avec la collaboration de Nicolas Nalpas, p. 40.

Rezultatul net poate fi considerat rezultatul final al activității întreprinderii, ținând cont și de impactul impozitului pe profit:

$$Rezultatul\ net = Rezultatul\ brut - Cheltuieli\ cu\ impozitul\ pe\ profit \quad (5.9)$$

Un rezultat net pozitiv (profit) creează premisele recompensării acționarilor prin dividende și a salariaților și managerilor prin cotele de participare la profit, precum și pentru realizarea de investiții în întreprindere din resurse financiare proprii. În general, se consideră că participarea salariaților și a managementului companiei la distribuirea profitului reprezintă mijloace de plată a factorului-muncă, relativ echivalente celorlalte cheltuieli de personal, astfel încât preocuparea politicii de dividend se limitează la identificarea sumelor din profitul companiei distribuite sub formă de dividend și, respectiv, a celor investite în întreprindere[20].

În condițiile în care, la acest nivel, se înregistrează pierderi, surplusul de cheltuieli ce a dus la această situație este suportat de proprietari în contul profiturilor viitoare așteptate (pierderea este reportată pentru exercițiul financiar viitor). Dacă, însă, întreprinderea continuă să obțină pierderi și în exercițiile financiare următoare, averea acumulată de proprietari în perioadele anterioare de profitabilitate a întreprinderii, reprezentată de valoarea capitalurilor proprii ale acesteia, riscă să se diminueze.

În concluzie, analiza performanțelor întreprinderii cu ajutorul soldurilor intermediare de gestiune oferă indicii cu privire la modul în care este creată, și respectiv transferată valoarea în cadrul întreprinderii. Se pot identifica astfel, problemele de management, sau chiar de strategie ale întreprinderii.

Alături de soldurile intermediare de gestiune, în analiză este utilizat și indicatorul ***capacitate de autofinanțare***, exprimând capacitatea întreprinderii de a-și putea asigura dezvoltarea prin mijloace financiare proprii, în termeni monetari (de încasări și de plăți). Literatura de specialitate a consacrat două metode de calcul ale acesteia, cunoscute sub denumirea de: metoda substractivă, respectiv metoda adițională[21].

Indicator calculat pe baza contului de rezultate, capacitatea de autofinanțare exprimă practic o diferență între veniturile încasabile ale întreprinderii și cheltuielile plătibile ale acesteia. Capacitatea de autofinanțare nu poate evidenția situația încasărilor și a plăților efective, cu aceeași claritate ca o situație a trezoreriei, dar, în absența altor surse de informare, se poate constitui ca o posibilă aproximare a situației acestora. În plus, capacitatea de finanțare merită înțeleasă în calitatea sa de resursă potențială. Chiar dacă la acest moment, încasările și plățile nu se materializează, va exista un moment în care acest fapt se va produce. Acest indicator măsoară numerarul potențial creat de întreprindere prin intermediul activității sale. Ca urmare, în determinarea sa se iau în calcul numai elementele de venituri și cheltuieli care presupun intrări sau ieșiri de numerar din trezoreria întreprinderii.

Metoda substractivă (a scăderii) pornește de la ideea de bază a definiției capacității de autofinanțare a întreprinderii, respectiv de nivel al resurselor de finanțare (la nivelul trezoreriei), reflectat prin relația de calcul următoare:

$$CAF = Venituri\ încasabile - Cheltuieli\ plătibile \quad (5.10)$$

---

[20] Pentru dezvoltări ale acestei teme, vezi Dragotă, Victor, *Politica de dividend*, Editura All Beck, București, 2003.

[21] Vezi, de exemplu, Ilie, Vasile, *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Didactică și Pedagogică, București, 1999, pp. 183-184; Stancu, Ion, *Finanțe*, ediția a patra, Editura Economică, București, 2007, p. 728 și urm.; Vintilă, Georgeta, *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Didactică și Pedagogică, București, 1997, pp. 92-95. Deși concepția este cvasi-unanimă, terminologia nu este uniformă în lucrările românești de specialitate. Pentru metoda substractivă, se utilizează și termenul de metodă deductivă (vezi Ilie, *op. cit.*; Stancu, *op. cit.*; Vintilă, *op. cit.*), iar pentru metoda adițională și cel de metodă aditivă (vezi Ilie, *op. cit.*).

Trecând prin cascada soldurilor intermediare de gestiune, pornind de la excedentul brut de exploatare, relația de calcul devine:

$$CAF = EBE + Alte\ venituri\ din\ exploatare - Alte\ cheltuieli\ din\ exploatare + Venituri\ financiare\ încasabile - Cheltuieli\ financiare\ plătibile - Impozit\ pe\ profit \quad (5.11)$$

La același rezultat se va ajunge și în cazul aplicării metodei adiționale. În acest caz perspectiva este alta: pornind de la profitul net realizat (ce ia în calcul toate veniturile și cheltuielile raportate de întreprindere indiferent dacă presupun sau nu o încasare, sau o plată ulterioară, corectat pentru evenimentele cu caracter excepțional), se scad toate elementele de venituri calculate (reluări asupra provizioanelor și alte venituri calculate) și se adună elementele de cheltuieli calculate (în general amortizări și provizioane constituite).

$$CAF = Profit\ net\ (corectat\ pentru\ evenimentele\ cu\ caracter\ excepțional) - Venituri\ calculate + Cheltuieli\ calculate \quad (5.12)$$

Atâta timp cât se dorește calculul unui indicator relevant pentru perioada viitoare (vezi caracterul acestuia de potențialitate), acesta nu ar trebui să țină cont de elementele cu caracter excepțional și extraordinar de la nivelul întreprinderii – de exemplu, cele implicate de cedarea activelor întreprinderii, dezastre naturale etc. Eventual, astfel de elemente de venituri și cheltuieli ar putea fi luate în considerare numai în cazul în care ar avea un caracter de regularitate, ceea ce este puțin probabil. Astfel, capacitatea de autofinanțare, calculată printr-una din cele două metode, reflectă resursele potențiale de finanțare create de întreprindere din gestiunea afacerii sale, o parte din acestea putând fi folosite în finanțarea activității viitoare (vezi exemplul 5.3).

Exemplul 5.3. Influența elementelor cu caracter excepțional asupra capacității de autofinanțare

Societatea comercială DOROCOM SRL a înregistrat un total al veniturilor încasabile de 100 milioane RON și un total al cheltuielilor plătibile (inclusiv cheltuielile cu impozitul pe profit) egal cu 60 milioane RON. În aceste condiții, capacitatea de finanțare ar putea fi estimată la un nivel egal cu 40 milioane RON.

Cu toate acestea, societatea comercială își datorează o parte din venituri vânzării unor active (venitul net de cheltuielile legate de vânzarea activelor fiind egal cu 10 milioane RON). Totodată, compania a înregistrat o pierdere excepțională (exclusiv în termeni monetari) egală cu 15 milioane RON.

Ca atare, în previziuni, va merita utilizat indicatorul corectat, eliminând impactul aspectelor cu caracter conjunctural (40 – 10 + 15 = 45 milioane RON).

Pe de altă parte, CAF exprimă și un nivel de potențial la nivelul exercițiului financiar analizat. Faptul că societatea comercială a înregistrat venituri încasabile nu înseamnă neapărat că acestea au fost încasate, iar faptul că a înregistrat cheltuieli plătibile – că a și efectuat plata. Ca urmare, în cazul în care se dorește evidențierea CAF pentru acest exercițiu, nivelul de 40 milioane RON reflectă cerințele utilizatorului de informații.

Pentru faptul că ia în calcul fluxurile de încasări și plăți potențiale, în cazul unei economii cu mari blocaje financiare în lanț, acest indicator își pierde mult din puterea sa informativă, fiind recomandabilă în această situație o analiză a fluxurilor de trezorerie (engl. *Cash flow Statement*), ce va fi dezvoltată în cadrul capitolului 7 al lucrării noastre.

După cum menționam, doar o parte din resursele reprezentând capacitatea de autofinanțare a întreprinderii vor fi folosite efectiv pentru finanțarea activității acesteia. Mărimea acestora poate fi calculată prin intermediul următorului indicator, denumit *autofinanțare*, ce va fi egal cu partea din resursele create rămasă efectiv la nivelul întreprinderii, respectiv cu profitul ce se poate reinvesti:

Autofinanțarea = CAF – Dividende – Cota managerului – Participarea salariaților la profit (5.13)

Un exemplu de analiză a soldurilor intermediare de gestiune este prezentat în continuare (vezi studiul de caz 5.2).

Studiul de caz 5.2. Analiza soldurilor intermediare de gestiune (modelul francez)[22]

Nivelurile soldurilor intermediare de gestiune, ale capacității de autofinanțare și ale autofinanțării întreprinderii VICTANA sunt prezentate în tabelul 5.4. Nu am insistat asupra modalității de calcul a indicatorilor, rezultatele fiind obținute prin aplicarea relațiilor prezentate mai sus.

După cum se poate observa, în timp ce performanțele întreprinderii descresc în termeni reali, capacitatea ei de autofinanțare crește. Acest fapt se datorează majorării provizioanelor calculate pentru deprecierea investițiilor financiare. Ca rezultat, întreprinderea realizează o economie de impozit prin deducerea acestor cheltuieli.

Tabelul 5.4

Soldurile intermediare de gestiune pentru întreprinderea VICTANA

Soldurile intermediare de gestiune (RON)	Exercițiul financiar		
	Precedent	Încheiat	Încheiat (deflatat)
Marja comercială	19.550.030	29.067.870	19.378.580
Valoarea adăugată	17.051.000	21.813.940	14.542.627
Excedentul brut de exploatare	16.625.640	21.437.230	14.291.487
Rezultatul din exploatare	16.636.260	21.235.540	14.157.027
Rezultatul curent	8.955.190	11.899.430	7.932.953
Rezultatul brut	8.955.190	11.899.430	7.932.953
Rezultatul net	5.466.000	6.734.850	4.489.900
Capacitatea de autofinanțare	6.463.310	10.388.710	6.925.806
Autofinanțarea	3.730.310	7.021.285	4.680.857

Analiza performanțelor întreprinderii pornind de la nivelurile înregistrate de soldurile intermediare de gestiune, respectiv capacitatea sa de autofinanțare ar trebui să aibă un reper de valoare. Acesta poate fi reprezentat de evoluțiile anterioare ale indicatorilor respectivi, de nivelurile atinse de aceștia în cazul unor întreprinderi concurente sau de planurile manageriale. Creșterea mărimii acestor indicatori poate constitui un indiciu privind îmbunătățirea performanțelor întreprinderii.

Ca observație, menționăm faptul că, în funcție de obiectivul analistului financiar, anumiți indicatori pot fi ajustați. Fiecare dintre aceste solduri intermediare de gestiune evidențiază nivelul de profitabilitate pe care îl înregistrează societatea comercială pe anumite paliere (activitatea comercială, de producție, valoarea adăugată la nivelul întreprinderii, rezultatul de exploatare în termeni monetari[23], rezultatul repetabil în condiții normale[24], rezultatul efectiv, în care nu se ține cont de influența politicii fiscale a statului, rezultatul net). Ca interpretare, se dorește ca acești indicatori să înregistreze niveluri pozitive cât mai mari.

[22] Exemplu preluat din ediția întâi a lucrării noastre.

[23] În termeni de diferență între încasări și plăți.

[24] Evidențierea veniturilor și cheltuielilor cu caracter excepțional în categoria celor de exploatare, conform noilor indicatori adoptați de contabilitatea din România ne obligă la excluderea lor din analiză. În condițiile în care acestea sunt de multe ori imprevizibile, ele vor fi evidențiate alături de veniturile și cheltuielile extraordinare în cazul în care ne propunem să utilizăm analiza în actul decizional.

În România, în ultima vreme sunt utilizate tot mai mult soldurile intermediare de gestiune de tip anglo-saxon[25]. Schema de calcul simplificată a acestora este prezentată în tabelul 5.5. Acest tip de analiză poate fi util în analiza pragului de rentabilitate, aspect la care ne vom referi în subcapitolul următor.

Analiza pe baza soldurilor intermediare de gestiune în această viziune este subordonată de asemenea actului managerial. Fiecare dintre solduri exprimă un potențial semnal de alarmă pentru companie, care implică decizii manageriale mai mult sau mai puțin rapide.

Primul sold, ***marja asupra cheltuielilor variabile,*** exprimă un nivel minim admisibil al profitabilității companiei. Evident, în cazul în care costul variabil pe unitate de produs este superior prețului ce se poate obține din vânzarea acestuia, angrenarea într-o activitate economică legată de producția sau comercializarea sa este ilogică din punct de vedere financiar. Consecvent acestei interpretări, o companie care nu poate genera un nivel al vânzărilor suficient pentru a acoperi cheltuielile variabile nu poate avea șanse de reușită în cazul în care nu sunt modificate anumite variabile de la nivelul prețurilor și costurilor companiei. Compania trebuie să aibă în vedere fie creșterea prețurilor produselor și/sau tarifelor practicate (atenție însă la pericolul scăderii vânzărilor!), fie reducerea costurilor (atenție însă la scăderea calității produselor și serviciilor!). În cea mai nefavorabilă situație, merită analizată oportunitatea continuării afacerii.

Tabelul 5.5

Soldurile intermediare de gestiune (viziunea anglo-saxonă)

Indicator	Relația de calcul
Cifra de afaceri	
MCV = Marja asupra cheltuielilor variabile	Cifra de afaceri – Cheltuieli variabile de exploatare
EBITDA = Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Rezultat înainte de plata dobânzilor, impozitului pe profit și amortizării[26])	MCV – Cheltuieli fixe de exploatare (cu excepția celor calculate, legate de amortizări și provizioane)
EBIT = Earnings before Interest and Taxes (Rezultat înainte de plata dobânzilor și impozitului pe profit = Rezultat de exploatare + Venituri financiare)	EBITDA – Cheltuieli cu amortizarea și provizioanele + Reluări asupra provizioanelor + Venituri financiare
EBT = Earnings before Taxes (Rezultat înainte de plata impozitului pe profit = Rezultat brut)	EBIT – Cheltuieli cu dobânzile
Rezultat net	EBT – Impozit pe profit

EBITDA aprofundează nivelul analizei profitabilității, prin luarea în considerare a cheltuielilor fixe de exploatare.

Pentru analiza ***EBIT (rezultatul de exploatare)*** și ***EBT (rezultatul brut)***, precum și a rezultatului net, recomandăm lectura indicatorilor echivalenți din analiza soldurilor intermediare de gestiune în viziune franceză. Totuși, ca observație merită sesizată diferența minoră dintre EBIT și rezultatul de exploatare, dată de includerea în EBIT a veniturilor financiare. Ca filosofie de calcul a indicatorilor în viziunea anglo-saxonă, se presupune că veniturile financiare sunt nesemnificative, includerea acestora în calcul fiind dată exclusiv de rațiuni de completitudine[27].

[25] Stancu, Ion, *Finanțe*, ediția a patra, Editura Economică, București, 2007, pp. 724-728; Stancu, Ion; Stancu, Dumitra, *Finanțe corporative cu Excel*, Editura Economică, București, 2012, pp. 338-341; Achim, Monica Violeta, *Analiză economico-financiară*, ediția a doua, Editura Risoprint, Cluj-Napoca, 2010, pp. 326-336.

[26] *Depreciation* se referă la amortizarea imobilizărilor corporale, iar *Amortization* la cea aferentă celor necorporale.

[27] Stancu, Ion, *Finanțe*, ediția a patra, Editura Economică, București, 2007, p. 727.

5.3. Analiza cheltuielilor fixe şi a cheltuielilor variabile. Pragul de rentabilitate

Analiza pragului de rentabilitate reprezintă una dintre bazele oricărui curs de economie, management sau finanţe. Cu toate că reprezintă un aspect relativ comod de înţeles şi cu o utilitate fundamentală în managementul financiar, pragul de rentabilitate poate fi estimat numai cu o relativă precizie, pe baza datelor din contul de rezultate, datorită informaţiilor disponibile. Pe de altă parte, pentru orice afacere, informaţiile solicitate de calculul pragului de rentabilitate sunt la dispoziţia analistului financiar cu o precizie satisfăcătoare. Astfel, chiar şi un mic antreprenor ştie care sunt costurile fixe şi care sunt costurile variabile implicate de afacerea sa. De multe ori se pot constata superficialitatea sau limitele anumitor ipoteze, dar, în ciuda acestora, modelul este „seducător" prin cel puţin două calităţi majore: este simplu de aplicat (de unde rezultă operativitatea) şi este simplu de înţeles (deci are o mare capacitate informativă pentru toţi stakeholderii interesaţi).

În ceea ce priveşte latura managerială, analiza pragului de rentabilitate poate fi aplicată atât la nivelul fiecărui produs şi serviciu oferit, cât şi la nivelul întregii companii. Astfel, în ceea ce priveşte prima componentă a analizei, se poate decide relativ uşor care dintre produsele şi serviciile oferite merită menţinute în portofoliul societăţii comerciale, care trebuie eliminate din acesta şi care sunt „semnele de întrebare" – care implică decizii de îmbunătăţire a situaţiei existente.

Pragul de rentabilitate reprezintă acel nivel al producţiei (sau al cifrei de afaceri) pentru care nivelul veniturilor este egal cu cel al cheltuielilor. În logica indicatorului, se porneşte de la premisa că veniturile trebuie să acopere cheltuielile. O parte dintre aceste cheltuieli cresc odată cu producţia (şi vânzările) – este vorba despre ***cheltuielile variabile în funcţie de nivelul producţiei (sau în funcţie de cifra de afaceri)***. O altă parte din cheltuieli – ***cheltuielile fixe în funcţie de nivelul producţiei (sau în funcţie de cifra de afaceri)*** – se menţin neschimbate pe o perioadă mai îndelungată sau evoluează independent de cifra de afaceri (vezi şi cadrul 5.2). Ca urmare, o creştere a producţiei va duce în condiţii normale la o stare în care veniturile vor fi egale cu cheltuielile. O creştere a producţiei dincolo de acest punct – ***pragul de rentabilitate*** – va determina obţinerea de profit. Prin urmare, nu este deloc întâmplătoare preocuparea managerilor financiari pentru estimarea acestui prag de rentabilitate.

Cadrul 5.2. Aspecte terminologice privind analiza pragului de rentabilitate

Atenţionăm cititorul cu privire la un aspect de terminologie (jargon financiar). De cele mai multe ori, prin referire la aceşti indicatori se utilizează apelativele: *cheltuieli fixe*, respectiv *cheltuieli variabile*, şi nu *cheltuieli fixe*, respectiv *cheltuieli variabile în funcţie de volumul producţiei (sau în funcţie de cifra de afaceri)*[28].

Un observator atent va constata că majoritatea cheltuielilor pot fi încadrate diferit în fixe sau variabile în funcţie de diferiţi factori determinanţi. De exemplu, cheltuielile cu amortizarea vor fi fixe în funcţie de nivelul cifrei de afaceri sau de rata dobânzii, dar variabile în funcţie de valoarea contabilă a

[28] Vezi, printre altele, Halpern, Paul; Weston, Fred J.; Brigham, Eugene F., *Finanţe manageriale. Modelul canadian*, Editura Economică, Bucureşti, 1998; Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, Irwin/McGraw-Hill, 1999, p. 195; Robu, Vasile; Anghel, Ion; Şerban, Elena Claudia; Ţuţui, Daniela, *Evaluarea întreprinderii*, Editura ASE, Bucureşti, 2003, p. 73; Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Ţâţu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racşa, Anda, *Abordări practice în finanţele firmei*, Editura IRECSON, Bucureşti, 2005, p. 50; Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia a patra, Editura Economică, Bucureşti, 2007, p. 769.

imobilizărilor supuse amortizării. Un alt exemplu: cheltuielile cu materiile prime vor fi variabile în funcție de cifra de afaceri, dar fixe în funcție de rata dobânzii sau de rata de amortizare.

Ca urmare, dincolo de această clarificare, utilizarea termenului general de *cheltuială fixă/variabilă* se va realiza și în această lucrare conform cu punctul de vedere dominant.

Pragul de rentabilitate poate fi estimat pentru orice produs sau serviciu oferit de societatea comercială. Pornind de la ipoteza că toate produsele și/sau serviciile vor fi vândute și presupunând că se cunoaște nivelul prețului care poate fi practicat de societatea comercială pentru produsul oferit (fie acesta p), nivelul costurilor variabile unitare (pe unitatea de produs) (cv) și nivelul cheltuielilor fixe necesare pentru realizarea acestui produs (cf), nivelul producției la pragul de rentabilitate (Q_{PR}) se poate deduce ușor:

$$p \cdot Q_{PR} = cv \cdot Q_{PR} + cf\,, \tag{5.14}$$

de unde:

$$Q_{PR} = \frac{cf}{p - cv}\,. \tag{5.15}$$

La nivelul unei societăți comerciale, pragul de rentabilitate se va calcula în funcție de ponderea cheltuielilor variabile în cifra de afaceri ($v = \frac{CV}{CA}$) și de totalul cheltuielilor fixe la nivel de companie (CF). Implicit, se presupune că toate cheltuielile variabile variază direct proporțional cu cifra de afaceri. Cifra de afaceri la prag (CA_{PR}) se va deduce după o relație similară celei a producției la prag, pornind de la egalitatea:

$$CA_{PR} = v \cdot CA_{PR} + CF\,, \tag{5.16}$$

de unde:

$$CA_{PR} = \frac{CF}{1 - v}\,. \tag{5.17}$$

Cu cât cheltuielile fixe ale întreprinderii sunt mai mari, cu atât nivelul pragului de rentabilitate este mai ridicat, ceea ce implică pentru societatea comercială respectivă majorarea volumului de produse vândute pentru ca aceasta să devină profitabilă.

Cea mai importantă dificultate în estimarea pragului de rentabilitate este identificarea cheltuielilor fixe și a celor variabile în funcție de cifra de afaceri (sau de volumul producției). Subliniem faptul că, pentru necesitățile analizei, includerea unei cheltuieli în categoria celor fixe, respectiv variabile, nu implică neapărat o constanță în timp, ci dependența sau independența față de cifra de afaceri. De exemplu, cheltuielile cu dobânzile sunt dependente de evoluțiile privind rata dobânzii și de nivelul creditelor contractate, dar nu în funcție de cifra de afaceri. Pentru estimarea pragului de rentabilitate, este importantă clasificarea cheltuielilor (în fixe sau variabile) în funcție de cifra de afaceri.

Clasificarea cheltuielilor în fixe și, respectiv, variabile constituie de cele mai multe ori o problemă de aproximare. Foarte puține cheltuieli se pot încadra în categoria de „perfect" variabile sau „perfect" fixe, cele mai multe având un caracter semi-variabil. De exemplu, cheltuielile cu personalul direct productiv pot avea o componentă variabilă (fondul de salarii este dependent de numărul de salariați; o creștere a volumului producției realizate implică de multe ori angajări), dar sunt limitate la nivel minim de reglementările privind salariul minim pe economie. În aceste condiții, în cazul în care nu se dețin informații suplimentare, se presupune că anumite cheltuieli au un caracter preponderent fix, după cum altele – un caracter preponderent variabil. În tabelul de mai jos vă prezentăm câteva exemple (vezi tabelul 5.6):

Tabelul 5.6

Cheltuieli fixe şi cheltuieli variabile în funcţie de cifra de afaceri

Cheltuieli fixe în funcţie de cifra de afaceri	Cheltuieli variabile în funcţie de cifra de afaceri	Situaţii problematice
• personalul tehnic, economic, ştiinţific şi administrativ (TESA) [1] • personalul implicat în activitatea de cercetare [1] • amortizarea • chirii pentru spaţiile închiriate de societatea comercială • dobânzi şi comisioane bancare • impozitele pe clădiri, terenuri, asigurarea clădirilor etc.	• materii prime • cu personalul direct productiv [1]	• energia electrică – fixă pentru iluminat, variabilă, la consumurile pentru producţie • impozitul pe profit – variabil în funcţie de profitul brut, dar nu direct în funcţie de cifra de afaceri [2]
Observaţii: [1] Într-o analiză la nivelul unui anumit angajat, cheltuielile cu personalul au de cele mai multe ori un caracter fix. Excepţie fac angajaţii plătiţi în funcţie de anumite norme de productivitate, agenţii de vânzări pe bază de comision şi alte categorii similare de personal, care reprezintă de cele mai multe ori excepţii şi nu reguli. Chiar şi aceste categorii de personal au de cele mai multe ori o componentă fixă, dată de salariul minim pe economie. Pe de altă parte, modificarea nivelului producţiei, chiar dacă nu va implica modificarea concomitentă a salariilor, va determina o modificare a numărului de angajaţi (creşterile de producţie – o creştere a numărului de angajaţi şi invers). Ca urmare, la nivelul postului de cheltuieli cu personalul direct productiv, se va putea aprecia o evoluţie variabilă în funcţie de evoluţia cifrei de afaceri. [2] Impozitul pe profit depinde de profitul brut, de nivelul cheltuielilor nedeductibile fiscal şi de cota de impozitare. Matematic, profitul brut este funcţie (depinde) de cifra de afaceri, deci şi impozitul pe profit va fi funcţie (depinde) de cifra de afaceri. Cu toate acestea, dependenţa nu este de forma v · CA, cu v constant.		
După: Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Ţâţu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racşa, Anda, *Abordări practice în finanţele firmei*, Editura IRECSON, Bucureşti, 2005, p. 50.		

Chiar dacă pragul de rentabilitate este depăşit de nivelul cifrei de afaceri, este posibil ca anumite evoluţii nefavorabile să determine o reducere a nivelului cifrei de afaceri sau a volumului producţiei sub acesta. Pentru a constata nivelul de pericol în care se află societatea comercială, se poate calcula intervalul de siguranţă (I_S)[29]:

$$I_S = \left(1 - \frac{CA_{PR}}{CA_{ef}}\right) \cdot 100, \qquad (5.18)$$

unde:

CA_{ef} – cifra de afaceri efectivă.

Cu cât nivelul indicatorului este mai ridicat, societatea comercială se află într-o stare de siguranţă mai mare. Cu alte cuvinte, cu cât cifra de afaceri înregistrată de o companie devansează pragul de rentabilitate, cu atât se poate considera că aceasta desfăşoară o activitate mai performantă.

Analiza pragului de rentabilitate trebuie efectuată în dinamică, ţinând cont de faptul că toate variabilele determinante ale acestui indicator se pot modifica în timp. Astfel de modificări merită eventual avute în vedere în analiza riscului companiei faţă de diferiţi factori (vezi, de exemplu, analiza de sensibilitate, în capitolul 9).

[29] Robu, Vasile; Anghel, Ion; Şerban, Elena Claudia; Ţuţui, Daniela, *Evaluarea întreprinderii*, Editura ASE, Bucureşti, 2003, p. 73.

Pragul de rentabilitate poate fi calculat atât la nivelul activității de exploatare (ținând cont numai de indicatorii care determină rezultatul de exploatare), cât și la nivelul activității curente (ținând cont, pe lângă indicatorii care determină rezultatul de exploatare, și de cei care determină rezultatul financiar). Corespunzător, indicatorii rezultați vor fi denumiți ***prag de rentabilitate de exploatare*** și ***prag de rentabilitate financiar***.

De asemenea, analiza pragului de rentabilitate poate fi completată de o analiză a cifrei de afaceri necesară pentru a genera un anumit nivel al profitului dezirabil, necesar pentru a recompensa investitorii (PR^*). În acest caz, pornind de la o relație similară relației (5.16), rezultă o relație finală similară relației (5.17):

$$CA_{PR} = v \cdot CA_{PR} + CF + PR^*, \tag{5.19}$$

de unde:

$$CA_{PR} = \frac{CF + PR^*}{1 - v}. \tag{5.20}$$

Analiza pragului de rentabilitate poate fi completată cu studiul variabilității nivelului profitului întreprinderii determinat de evoluția producției sau cifrei de afaceri realizate. Această dezvoltare se dovedește foarte utilă mai ales în condițiile existenței pentru societatea comercială respectivă a unei piețe de desfacere foarte volatile[30]. Este vorba despre analiza efectului de levier al exploatării (levierului operațional), respectiv a levierului financiar[31]. Acestea reprezintă cuantificări ale elasticității rezultatului de exploatare, respectiv ale rezultatului curent în raport cu cifra de afaceri obținută de întreprindere. Pentru o aprofundare a acestei teme, vezi capitolul 9.

Referințe bibliografice

Achim, Monica Violeta, *Analiză economico-financiară*, ediția a doua, Editura Risoprint, Cluj-Napoca, 2010

Berk, Jonathan; DeMarzo, Peter, *Finance d'entreprise*, 2e édition, adaptation française par Gunter Capelle-Blancard, Nicolas Couderc, avec la collaboration de Nicolas Nalpas, Pearson Education France, 2011

Brezeanu, Petre, *Gestiunea financiară a întreprinderii în economia de piață*, Editura Fundației „România de Mâine", București, 1999

Caraiani, Chirața; Dumitrana, Mihaela (coordonatori), *Bazele contabilității*, ediția a cincea, Editura Universitară, București, 2011

Dragotă, Mihaela; Dragotă, Victor; Țâțu, Lucian; Țâțu, Delia, "Income Taxation Regulation and Companies' Behaviour: Is the Romanian Companies' Dividend Policy Influenced by the changes in Income Taxation?", *Journal of Economic Forecasting*, Vol. 10(1), 2009, pp. 76-93, http://ideas.repec.org/a/rjr/romjef/v6y2009i1p76-93.html

Dragotă, Victor, „Considerații privind modul de calcul al soldurilor intermediare de gestiune și a capacității de autofinanțare", *Finanțe, Bănci, Asigurări*, nr. 6, 2001

Dragotă, Victor, "Minority shareholders' protection in Romanian capital markets: evidence on dividends", *Euro-Mediterranean Economics and Finance Review*, Vol. 1, No. 1, January 2006, pp. 76-89, http://emefir.france-paris.org/emefir1.pdf

Dragotă, Victor, *Politica de dividend*, Editura All Beck, București, 2003

Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Obreja, Laura; Dragotă, Mihaela, *Management financiar*, Editura Economică, București, 2003

Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura IRECSON, București, 2005

[30] Despre problematica variabilității vom vorbi mai mult în cadrul capitolului 9 al lucrării noastre.

[31] În lucrările unor autori români acești indicatori sunt întâlniți sub denumirea de efectul de levier de exploatare, respectiv coeficientul de elasticitate a rentabilității financiare (vezi Stancu, Ion, *Finanțe*, ediția a treia, Editura Economică, 2002, pp. 869-871).

Halpern, Paul; Weston, Fred J.; Brigham, Eugene F., *Finanţe manageriale. Modelul canadian*, Editura Economică, Bucureşti, 1998
Ilie, Vasile, *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1999
Robu, Vasile; Anghel, Ion; Şerban, Elena Claudia; Ţuţui, Daniela, *Evaluarea întreprinderii*, Editura ASE, Bucureşti, 2003
Ross, Stephen A.;,Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, Irwin/McGraw-Hill, 1999
Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia întâi, Editura Economică, Bucureşti, 1996
Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia a treia, Editura Economică, Bucureşti, 2002
Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia a patra, Editura Economică, Bucureşti, 2007
Stancu, Ion, *Gestiunea financiară a agenţilor economici*, Editura Economică, Bucureşti, 1994
Stancu, Ion; Stancu, Dumitra, *Finanţe corporative cu Excel*, Editura Economică, Bucureşti, 2012
Ţâţu, Lucian; Dragotă, Victor; Vintilă, Nicoleta, "An Observation of the Effective Tax Rate for Corporate Income in Romania", *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, Vol. 45, No. 1/2011, pp. 91-106, http://www.ecocyb.ase.ro/12011%20pdf/Tatu.pdf
Ţâţu, Lucian şi colectiv, *Fiscalitate. De la lege la practică*, ediţia a şaptea, Editura C.H. Beck, Bucureşti, 2010
Vintilă, Georgeta, *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1997
Ordinul Ministerului Finanţelor Publice nr. 2870 din 23 decembrie 2010 privind principalele aspecte legate de întocmirea şi depunerea situaţiilor financiare anuale şi a raportărilor anuale la unităţile teritoriale ale Ministerului Finanţelor Publice

Lecturi ulterioare

Caraiani, Chiraţa; Dumitrana, Mihaela (coordonatori), *Bazele contabilităţii*, ediţia a cincea, Editura Universitară, Bucureşti, 2011, pp. 246-259
Feleagă, Niculae; Ionaşcu, Ion, *Tratat de contabilitate financiară*, vol. I, Editura Economică, Bucureşti, 1998, pp. 133-176

Verificaţi-vă cunoştinţele!

- Ce reprezintă un provizion?
- Care din soldurile intermediare de gestiune sunt cele mai relevante pentru a aprecia performanţa unei companii cu activitate comercială? Dar în cazul unei întreprinderi constructoare de maşini?
- Care dintre următoarele cheltuieli sunt fixe şi care sunt variabile: cele cu materiile prime, cu energia electrică, legate de transportul mărfurilor? În ce condiţii?
- Care dintre următoarele cheltuieli sunt fixe şi care sunt variabile: cu amortizarea, cu impozitul pe profit, cu dobânzile? În ce condiţii?
- Dacă ar fi să comparaţi performanţa a două întreprinderi similare din acelaşi sector de activitate pe baza unui singur sold intermediar de gestiune, pentru care din următoarele aţi opta: excedentul brut de exploatare, rezultatul din exploatare sau rezultatul curent? De ce?
- Mărimea căror solduri intermediare de gestiune nu este influenţată de politica de investiţii şi de finanţare a întreprinderii?
- Ce politică (strategie) ar trebui adoptată privind distribuirea valorii adăugate către stakeholderi, respectiv către societatea comercială pentru a obţine, astfel, o îmbunătăţire a performanţelor? Realizaţi analiza pe cazul unei întreprinderi româneşti a căror situaţie o cunoaşteţi.

BCU "LUCIAN BLAGA" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- Ce informaţii putem obţine despre performanţa unei întreprinderi din analiza capacităţii sale de autofinanţare?
- Cum influenţează nivelul pragului de rentabilitate al unei întreprinderi decizia managementului acesteia de a retehnologiza procesul de producţie? Dar creşterea eficienţei gestionării stocurilor de materii prime?

Probleme şi studii de caz

5.1. Din contul de profit şi pierdere al unei întreprinderi se cunosc următoarele date (milioane lei):
- venituri din vânzări de mărfuri = 10.000;
- costul mărfurilor = 8.000;
- venituri din producţia vândută = 20.000;
- producţia imobilizată = 2.000;
- cheltuieli cu consumurile de la terţi = 10.000;
- subvenţii de exploatare = 2.000;
- cheltuieli cu personalul = 3.000;
- cheltuieli de exploatare cu amortizarea = 1.000;
- venituri de exploatare din reluarea provizioanelor = 500;
- cheltuieli cu dobânzile = 500;
- venituri din cedarea activelor imobilizate = 1.000;
- valoarea contabilă a activelor imobilizate cedate = 1.500;
- subvenţii pentru investiţii = 500;
- cheltuielile cu impozitul pe profit se calculează cu cota de 16% aplicabilă la rezultatul brut.

Să se calculeze soldurile intermediare de gestiune ale întreprinderii[32].

5.2. Dispunem de următoarele date din contul de profit şi pierdere al unei societăţi (milioane lei): cifra de afaceri (CA) = 1.000 (din care veniturile din producţia vândută sunt în proporţie de 70%); costul mărfurilor = 100; producţia stocată = 200; consumuri externe (de la terţi) = 700; subvenţii de exploatare = 100; cheltuieli cu personalul = 150; cheltuieli cu amortizarea şi provizioanele constituite = 200; cheltuieli cu dobânzile = 200; venituri din cedarea activelor = 200; valoarea contabilă a activelor cedate = 250; cota de impozit pe profit este de 16%.

Să se analizeze soldurile intermediare de gestiune şi să se determine ponderea capacităţii de autofinanţare în valoarea adăugată. Care din indicatorii calculaţi pe baza contului de profit şi pierdere reflectă cel mai bine mărimea resurselor generate de activitatea desfăşurată de societate?[33]

5.3. Societatea comercială ANDA SRL se ocupă cu desfacerea de produse cosmetice. Din punctul de vedere al reţelei comerciale, toate vânzările se realizează printr-un singur punct de vânzare situat în apropierea Centrului Vechi al Bucureştiului. Societatea are un unic proprietar, care joacă şi rolul de manager. În ultimul an, ANDA SRL a contractat un credit pentru achiziţia spaţiului închiriat în care îşi desfăşura activitatea. În tabelul de mai jos sunt prezentate soldurile intermediare de gestiune calculate în sistem francez precum şi capacitatea de autofinanţare pentru această societate comercială. Indicatorii sunt prezentaţi pe ultimii trei ani, în preţuri comparabile la nivelul ultimului an de analiză (analiză în preţuri constante).

[32] Problemă bazată pe ediţia întâi a lucrării noastre.
[33] *Idem.*

– mil. RON –

Indicatori (termeni reali)	an (n-2)	an (n-1)	an n
Marja comercială	1.600	1.520	1.440
Valoarea adăugată	900	830	950
Excedentul brut de exploatare	200	210	234
Rezultatul din exploatare	120	140	167
Rezultatul curent	120	140	105
Rezultatul brut	119	139	104
Rezultatul net	100	108	88
Capacitatea de autofinanțare	170	178	155

Analizați indicatorii prezentați.

5.4. Pentru o întreprindere se cunosc următoarele date (milioane lei):
- cifra de afaceri (CA) este de 10.000 obținută din vânzarea producției sale de 1.000 (mii buc.) mașini de cusut;
- cheltuieli variabile de exploatare = 5.000;
- cheltuieli cu amortizarea = 2.000;
- cheltuieli fixe cu dobânzile = 500;

Calculați pragul de rentabilitate al întreprinderii în unități valorice (cifra de afaceri prag) și în unități de volum (producția prag) la nivelul rezultatului din exploatare, respectiv rezultatului curent.

5.5. O societate comercială cu activitate în comerțul en detail prezintă următoarele informații referitoare la exercițiul financiar trecut:

Informații din contul de rezultate:
- cifra de afaceri: 20.000;
- costul mărfurilor vândute: 10.000;
- cheltuieli cu personalul: 1.000 (considerate variabile);
- cheltuieli cu amortizarea: 100;
- cheltuieli cu impozite și taxe diverse: 200;
- cheltuieli cu amenzi și penalități plătite: 100;
- cheltuieli cu dobânzile: 50;
- cheltuieli extraordinare: 100;

Informații suplimentare: cota de impozit pe profit: 16% (se presupune că rezultatul contabil este identic cu rezultatul impozabil).

Identificați cheltuielile variabile și cele fixe în funcție de cifra de afaceri. Calculați pragul de rentabilitate. Analizați impactul pe care îl prezintă cheltuielile cu amenzile și penalitățile plătite asupra modalității de calcul a pragului de rentabilitate.

5.6. O societate comercială ce înregistrează o cifră de afaceri de 30.000 MDL, cheltuieli variabile de 15.000 MDL, și cheltuieli fixe de 10.000 MDL dorește creșterea profitului său cu 10.000 MDL. Care este nivelul cifrei de afaceri necesar pentru a atinge acest nivel?

Soluții

5.1. Marja comercială (MC) = 10.000 – 8.000 = 2.000 mil. lei
Valoarea adăugată (VA) = 2.000 + 20.000 + 2.000 – 10.000 = 14.000 mil. lei
Excedentul brut de exploatare (EBE) = 14.000 + 2.000 – 3.000 = 13.000 mil. lei
Profitul din exploatare (EBIT) = 13.000 + 500 – 1.000 = 12.500 mil. lei

Profitul curent (PC) = 12.500 – 500 = 12.000 mil. lei
Rezultatul excepțional = 1.000 +500 – 1.500 = 0 mil. lei
Profitul net = (12.000 + 0) · (1-0,16) = 10.080 mil. lei.

5.2. Marja comercială (MC) = 300 – 100 = 200 mil. lei
Valoarea adăugată (VA) = 200 + 700 + 200 – 700 = 400 mil. lei
Excedentul brut de exploatare (EBE) = 400 + 100 – 150 = 350 mil. lei
Profitul din exploatare (EBIT) = 350 – 200 = 150 mil. lei
Rezultatul curent (RC) = 150 – 200 = -50 mil. lei
Rezultatul excepțional = 200 – 250 = -50 mil. lei
Rezultatul net (pierderea) (RN) = -100 mil. lei
CAF = 350 – 200 = 150 mil. lei, sau
CAF = -100 + 200 – 200 +250 = 150 mil. lei.

Ponderea capacității de autofinanțare în valoarea adăugată $(\%) = \frac{150}{400} \cdot 100 = 37,5\%$.

Din analiza soldurilor intermediare de gestiune se observă că o mare parte din valoarea adăugată de întreprindere este „consumată" chiar în procesul de producție. Îndatorarea ridicată a întreprinderii (cheltuielile cu dobânzile reprezintă 20% din cifra de afaceri) în condițiile unei profitabilități scăzute a exploatării (EBE reprezintă 35% din cifra de afaceri) și a unei politici de investiții intensive se reflectă în pierderi atât la nivelul activității curente (RC este de -50 mil. lei) cât și la nivelul întregii activități (RN este de -100 mil. lei).

Mărimea resurselor generate de întreprindere prin activitatea pe care o desfășoară este reflectată cel mai bine de capacitatea de autofinanțare. CAF, spre deosebire de profitul net, ia în calcul doar veniturile încasabile din care se scad doar cheltuielile plătibile. Mărimea profitului net este influențată de suma veniturilor și cheltuielilor calculate de întreprindere pentru a-și asigura recuperarea investițiilor sale (amortizările), sau pentru a se asigura împotriva riscurilor de depreciere a activelor sale (provizioane). De asemenea, rezultatul activității excepționale (cesiuni de active, subvenții pentru investiții) nu reprezintă o componentă a capacității de autofinanțare a întreprinderii, păstrându-se astfel caracterul repetabil al acestui indicator.

5.3. Marja comercială exprimă profitabilitatea activității comerciale a companiei analizate. Pentru ANDA SRL, marja comercială constituie un indicator extrem de relevant întrucât activitatea comercială reprezintă activitatea de bază a acesteia. Se constată involuția indicatorului în timp, societatea comercială diminuând în permanență diferența dintre veniturile din vânzările de mărfuri și cheltuielile privind mărfurile. Acest fenomen trebuie să se constituie ca un semnal de alarmă pentru managementul financiar al întreprinderii în contextul pieței pe care aceasta acționează.

Valoarea adăugată înregistrează, în schimb, o evoluție oscilantă, nivelul maxim din perioada de analiză fiind atins în ultimul an. Se creează astfel premisele remunerării salariaților, acționarilor, creditorilor, statului, precum și pentru existența unor sume pentru investiții.

Excedentul brut de exploatare înregistrează o creștere pe întreaga perioadă de analiză. Indicatorul exprimă cash flow-ul potențial degajat din activitatea de exploatare a întreprinderii. Într-o altă optică, excedentul brut de exploatare exprimă suma rămasă la dispoziția întreprinderii, pentru remunerarea investitorilor de capital (acționari și creditori), după plata salariaților și după eliminarea influenței statului (minus impozite, plus subvenții)[34]. În această viziune, se evidențiază faptul că societatea comercială își compensează situația nefavorabilă

[34] Făcând abstracție de impozitul pe profit.

din activitatea comercială (vezi evoluția marjei comerciale), precum și politica față de terți din anul precedent, pe seama relațiilor cu personalul.

Rezultatul de exploatare înregistrează de asemenea o evoluție crescătoare pe parcursul întregii perioade de analiză, ceea ce confirmă că societatea comercială funcționează corespunzător la nivelul activității sale de bază.

Rezultatul curent evoluează în același mod ca rezultatul de exploatare în primii doi ani de analiză, dar în ultimul an scade. Cauza acestei degradări a indicatorului este contractarea unui credit pentru achiziționarea spațiului comercial în care funcționează societatea comercială analizată.

Rezultatul brut evoluează pe parcursul perioadei de analiză la fel ca rezultatul curent, societatea comercială prezentând un rezultat din activitatea excepțională fără influențe semnificative.

Evoluția rezultatului net este puțin diferită. În condițiile în care cota de impozitare pe parcursul întregii perioade nu s-a modificat, modificările de ritm ale acestui indicator față de evoluțiile manifestate în cazul rezultatului brut sunt probabil datorate cheltuielilor deductibile[35].

Capacitatea de autofinanțare a întreprinderii a înregistrat o creștere în primii doi ani din perioada de analiză, oferind astfel posibilitatea întreprinderii de a-și susține creșterea economică (vezi inclusiv achiziționarea sediului în ultimul an de analiză), dar a scăzut în ultimul an.

5.4. $CA_{PR} = 4.000$ mil. lei; $Q_{PR} = 400$ mii buc.; $CA_{PR}' = 5.000$ mil. lei; $Q_{PR}' = 500$ mii buc.

5.6. La acest moment, compania are un nivel al profitului egal cu 5.000 MDL. În aceste condiții, profitul dorit va fi egal cu 15.000 MDL. Cifra de afaceri necesară pentru atingerea acestui obiectiv va fi egală cu 50.000 MDL.

[35] Pentru o exemplificare a diferențelor ce pot apărea între cota statutară a impozitului pe profit (cota stipulată prin lege) și cota efectivă de la nivelul companiilor, vezi Țâțu, Lucian; Dragotă, Victor; Vintilă, Nicoleta, "An Observation of the Effective Tax Rate for Corporate Income in Romania", *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, Vol. 45, No. 1/2011, pp. 91-106, http://www.ecocyb.ase.ro/12011%20pdf/Tatu.pdf

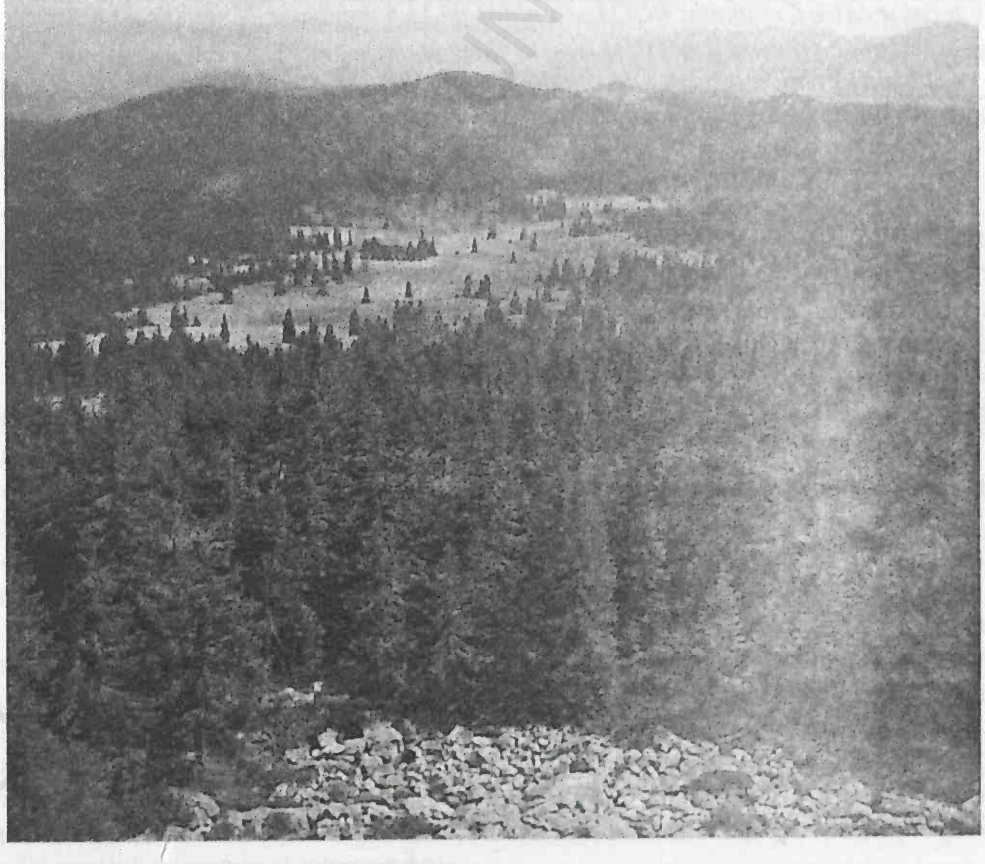
BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 6

Analiza activităţii companiei

Ştiinţa se face cu fapte, la fel cum o casă se face cu pietre; dar o grămadă de fapte nu este o ştiinţă, după cum o grămadă de pietre nu este o casă.

Henri Poincare



BCU UNIVERSITY LIBRARY

După parcurgerea acestui capitol, suntem de părere că veți dispune de capacitatea de a cuantifica nivelul de performanță al activității managerilor diferitelor compartimente ale întreprinderii, prin intermediul analizei vitezelor de rotație.

Compania BOCA şi-a fundamentat întreaga strategie pe satisfacerea necesarului de articole de încălțăminte solicitat de Armata Statului Macotope. Atât managementul companiei, cât şi salariații acesteia şi-au propus realizarea unui volum cât mai ridicat de astfel de produse, care să satisfacă în acelaşi timp atât cerințele de calitate, cât şi un preț satisfăcător. În schimbul asigurării unui volum semnificativ de solicitări, Armata Statului Macotope a insistat pe ideea exclusivității, astfel încât produsele companiei BOCA să nu fie vândute şi pe piața liberă. Compania BOCA s-a conformat. Totodată, a reuşit să reducă la maximum durata de fabricație a produselor finite. Prin cointeresarea companiilor furnizoare de materii prime cu plata după numai 10 zile a facturilor, ea a reuşit totodată încheierea unor contracte cu furnizori ai unor produse de calitate şi livrate la timp.

În anul 20..., datorită unor dificultăți în colectarea veniturilor bugetare planificate, Statul Macotope a decis reducerea bugetului Armatei cu 20%. Deşi managementul financiar al Armatei a pus întotdeauna accentul pe respectarea contractelor, durata de plată a creanțelor – inclusiv a celor către Compania BOCA – a ajuns de la o medie de 25 de zile la una de 105 zile, existând şi riscul de creştere a acesteia.

Analizați situațiile tuturor stakeholderilor implicați! Ce soluții propuneți?

Abilităţi dobândite în urma citirii acestui capitol:

- Înțelegerea conceptelor de viteză de rotație şi de durată de rotație;
- Identificarea principalelor persoane responsabile pentru înregistrarea nivelului dorit de performanță pe baza duratelor de rotație;
- Înțelegerea bilanțului pe baza duratelor de rotație.

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

6.1. Vitezele de rotaţie prin cifra de afaceri

Termenul de „activitate" a întreprinderii este suficient de general pentru a nu afirma aproape nimic în legătură cu conţinutul său economic, ceea ce impune o clarificare, în concordanţă cu majoritatea lucrărilor de specialitate elaborate de autorii de prestigiu din domeniul managementului financiar. În terminologia agreată de managementul financiar din România, indicatorii de activitate (gestiune) cuantifică viteza de intrare sau de ieşire a fluxurilor de numerar implicate de derularea afacerii. Cu alte cuvinte, scopul de bază al indicatorilor de activitate este cel de cuantificare a vitezei cu care o anumită categorie de active parcurge circuitul bani – produs – bani, regăsindu-se în final, prin intermediul proceselor de producţie sau comercializare la care participă, în preţul produselor sau mărfurilor oferite spre vânzare. Viteza cu care aceste elemente bilanţiere – ce pot fi privite atât din punctul de vedere al alocărilor, cât şi al surselor de finanţare – se transformă în lichidităţi diferă în funcţie de tipul activelor sau surselor de finanţare, de ramura economică în care societatea comercială analizată acţionează, dar şi de modul în care acestea sunt utilizate, respectiv de capacitatea managementului întreprinderii de a le gestiona. O viteză mai ridicată poate certifica faptul că întreprinderea funcţionează (pe segmentul analizat) mai eficient (vezi studiul de caz 6.1).

Studiul de caz 6.1

În cazul în care Societatea Comercială Xanadu SRL, companie de comerţ *en detail,* are capacitatea de a-şi vinde stocurile de apă minerală (mărfuri) într-o perioadă de cinci zile, în timp ce celelalte întreprinderi concurente din zonă realizează vânzarea în zece zile, cea dintâi va beneficia de un avantaj comparativ.

Astfel, să presupunem că toate companiile se aprovizionează cu aceeaşi cantitate de mărfuri la acelaşi cost şi vând aceste mărfuri la acelaşi preţ. În aceste condiţii, se crează premisele ca Societatea Comercială Xanadu să poată asigura satisfacerea unui număr dublu de clienţi. Se poate afirma, deci, că Societatea Comercială Xanadu are o activitate în domeniul vânzărilor de apă minerală de două ori mai performantă decât cea a concurenţilor din zonă. Datorită acestei realităţi, în condiţii relativ similare cu cele ale concurenţilor, există posibilitatea ca societatea comercială să înregistreze un nivel al profitului dublu (bineînţeles, problema este simplificată la maxim!).

Pe de altă parte, însă, este foarte posibil ca acest nivel de activitate deosebit să poată fi efectul unei politici de preţuri scăzute comparativ cu concurenţii.

În general, se consideră că întreprinderile pot practica două politici fundamentale în domeniul vânzărilor:

- o politică orientată spre satisfacerea unui număr cât mai mare de clienţi, pentru atingerea acestui obiectiv în general fiind necesară practicarea de preţuri de vânzare scăzute;
- o politică bazată pe preţuri mari, mizându-se pe asigurarea profitabilităţii pe seama unui număr redus de vânzări, dar cu o marjă a profitului substanţială.

Ambele politici pot fi utilizate cu succes, cât timp este asigurată profitabilitatea întreprinderii. În fapt, se poate intui şi faptul că fiecare dintre aceste politici este orientată spre satisfacerea unui anumit tip de clientelă. Fără îndoială, un impact hotărâtor asupra deciziei de a alege una dintre cele două politici depinde şi de sectorul de activitate în care acţionează societatea comercială. Exemplificativ, în mod normal, pentru un magazin specializat în desfacerea de produse de panificaţie, durata în care se vor vinde produsele va fi mai scurtă decât în cazul unuia specializat în desfacerea de televizoare. Bineînţeles, există şi politici intermediare, adaptate la realităţile concrete din mediul economic al întreprinderii.

La limită, cele două strategii pot fi modificate periodic, una în favoarea celeilalte, în cazul în care strategia de dezvoltare se schimbă (uneori forțat, datorită unor modificări fundamentale în mediul de afaceri al întreprinderii) (vezi studiul de caz 6.2).

Studiul de caz 6.2

Un restaurant familial situat într-o reședință de județ din România a reușit să își formeze o clientelă stabilă, formată în general din studenți (în general, persoane cu venituri medii sau chiar relativ modeste în România), practicând o politică a prețurilor reduse, prin care se asigura un grad de ocupare a localului de aproape 90-100%. Odată cu trecerea timpului, clientela și-a modificat structura (în fapt, persoanele au rămas aceleași: foștii studenți s-au angajat în posturi bine plătite sau și-au creat propria afacere), fiind axată pe persoane cu venituri mai ridicate. Această situație a creat premisele pentru o ușoară creștere a prețurilor, fără ca nivelul vânzărilor să se reducă semnificativ. În timp, societatea comercială a preferat transformarea într-un local cu un oarecare specific de lux, fără ca profitabilitatea sa să se înrăutățească. Ulterior, odată cu acumularea de resurse financiare, societatea comercială a deschis un nou restaurant, destinat unor noi studenți.

Principalele rate de apreciere a nivelului de performanță a managementului întreprinderii sunt ratele (vitezele) de rotație ale elementelor de bilanț. Cele mai uzuale rate sunt cele exprimate în funcție de cifra de afaceri. Există două modalități de exprimare a acestor indicatori, respectiv ca număr de rotații prin cifra de afaceri pe parcursul unui exercițiu și ca durată a unei rotații[1].

Numărul de rotații (Nr. rot.) prin cifra de afaceri se calculează conform relației:

$$Nr.\,rot. = \frac{CA}{post\ de\ bilanț}, \tag{6.1}$$

unde:

CA – cifra de afaceri aferentă perioadei de timp analizate (de regulă, se consideră un an).

Indicatorul exprimă în fapt de câte ori un element de activ sau de capitaluri și datorii se transformă în lichidități pe parcursul perioadei de gestiune analizate. Indicatorii au preponderent un caracter teoretic, întrucât se presupune că întreaga cifră de afaceri va fi utilizată pentru reînnoirea elementelor de activ și, respectiv, pentru rambursarea datoriilor. Cu toate acestea, indicatorii pot fi utilizați pentru cuantificarea nivelului de activitate, prin compararea cu indicatorii medii din sectorul de activitate sau cu cei caracteristici principalelor întreprinderi concurente. Pentru ca societatea comercială să fie considerată performantă, mărimile acestor indicatori trebuie să se situeze la niveluri cât mai ridicate (elementul de bilanț să poată fi reînnoit de cât mai multe ori pe parcursul exercițiului analizat), altfel spus, elementul de bilanț respectiv să participe la cât mai multe cicluri de producție.

Indicatorii „Număr de rotație" se pot calcula pentru toate posturile de activ și, respectiv, de capitaluri și datorii, ale întreprinderii. Ne vom referi la cele mai relevante viteze de rotație în continuare. Totodată, ca observație, se poate sesiza că pentru anumite posturi de bilanț, calculul acestor indicatori de rotație nu are un conținut economic:

- pentru disponibilitățile în casă și în bancă, la vedere, un astfel de indicator ar exprima de câte ori se transformă în lichidități, pe parcursul unui exercițiu ... lichiditățile, evident fără logică;

[1] În literatura de specialitate, există o relativă diversitate terminologică privind cei doi indicatori. Atât numărul de rotații, cât și durata unei rotații cuantifică viteza de rotație a activelor sau datoriilor. Stancu (2007, p. 765) denumește indicatorii *rate de rotație*, cu variantele *coeficient de rotație*, respectiv *durata unei rotații*. Antoniu și colectiv (1993, p. 98) utilizează termenul de *viteză de rotație*, exprimat prin doi indicatori: *numărul de rotații (coeficient de rotații)* și *durata unui circuit (viteza exprimată în zile)*.

• pentru capitalul social al întreprinderii, cât timp acesta are, cel puțin teoretic o exigibilitate nulă, calculul unui număr de rotații (prin care se asigură rambursarea capitalurilor) nu are, de asemenea, conținut economic.

Indicatorii de rotație se pot exprima și în număr de zile, respectiv ca durate în care postul analizat de activ sau de capitaluri și datorii se transformă în lichidități. În acest caz, viteza de rotație se va calcula conform relației:

$$Durata\ de\ rotație = \frac{element\ de\ activ\ (pasiv)}{cifra\ de\ afaceri} \cdot N, \quad (6.2)$$

unde N reprezintă numărul de zile (vezi cadrul 6.1).

Cadrul 6.1

Numărul (N) de zile ar trebui să țină cont exclusiv de numărul de zile în care se realizează procesul rotației. De exemplu, dacă discutăm despre durata în care se realizează încasarea creanțelor, N ar trebui să includă numai numărul de zile în care se realizează vânzările (vezi cazul vânzărilor sezoniere).

De cele mai multe ori, numărul de zile luat în considerare (N) este egal cu 360, durata unui an convențional. Preferința pentru o durată convențională a anului de 360 de zile este dată de comoditatea realizării prognozelor. Este foarte comod ca un an (de 360 de zile) să aibă două semestre egale, cu o durată de 180 de zile, patru trimestre de câte 90 de zile și 12 luni de câte 30 de zile. Subliniem că aceasta reprezintă o concesie, pentru rațiuni de operativitate, și nu o regulă: în cazul în care analistul are la dispoziție timpul necesar și/sau în cazul în care trebuie realizată o analiză mai profundă, mai riguroasă, analiza trebuie adaptată.

Altfel, prognozele ar trebui să țină cont de momentul în care sunt realizate. De exemplu, în mod real, primul semestru are 181 de zile, iar cel de al doilea 184 de zile. În plus, anul nu are neapărat 365 de zile, datorită existenței anilor bisecți[2].

Totodată, numărul de zile luat în considerare (N) trebuie adaptat în funcție de specificul analizei. De exemplu, pentru a calcula durata de rotație a stocurilor de pâine (produs perisabil), realizate de un mic magazin ce realizează vânzări pe parcursul întregului an, se poate considera N = 365 (sau chiar 366 în anumiți ani). În cazul în care întreaga activitate este sezonieră (vezi cazul unui vânzător de înghețată), N va fi egal cu numărul de zile pe care se desfășoară activitatea.

În cazul în care ratele de rotație se exprimă în această formă, în **cazul elementelor de activ**, pentru ca o companie să se găsească într-o postură favorizată, indicatorii trebuie să se situeze la niveluri cât mai scăzute, respectiv durata în care se recuperează aceste elemente de bilanț să fie cât mai scurtă. Similar, pentru **capitaluri și datorii**, duratele de rotație de niveluri mai ridicate se traduc în perioade mai relaxate în ceea ce privește rambursarea – deci ar fi preferabile.

Indicatorii calculați sub forma relațiilor (6.1) și (6.2) pot fi substituiți cu succes, dat fiind faptul că prezintă o putere informativă apropiată. Între ei există și o relație de determinare directă, ce poate fi demonstrată ușor:

$$Durata\ de\ rotație = \frac{N}{Nr.\ rot.}. \quad (6.3)$$

Cu toate acestea, exprimarea indicatorului sub formă de durată (în zile) pare mai convenabilă pentru un cititor al rapoartelor de analiză.

Nivelurile indicatorilor din bilanț sunt prezentate la nivelul valoric înregistrat la momentul raportărilor contabile. Din acest motiv, mai ales în cazul în care societatea comercială acționează

[2] Durata convențională a anului de 360 de zile nu este explicabilă prin existența unor zile nelucrătoare decretate în mod oficial – numărul acestora este variabil de la țară la țară și de la moment la moment, mai ales în condițiile în care de multe ori zilele de sâmbătă și/sau duminică pot fi libere, de asemenea.

BCU IAȘI - BIBLIOTECA UNIVERSITY LIBRARY

într-un sector de activitate influențat semnificativ de sezon, dimensiunea înregistrată în bilanț nu reflectă situația caracteristică întreprinderii pentru întreaga perioadă. În aceste condiții, în cazul în care există date disponibile, este recomandată utilizarea unor niveluri medii ale indicatorilor de activ/pasiv. Cel mai comod, aceste medii se pot calcula ținând cont de nivelurile indicatorilor la începutul, respectiv finele perioadei de analiză. Totodată, ponderarea se poate realiza și în funcție de perioada în care dimensiunea unui anumit indicator s-a situat la un anumit nivel. De exemplu, dacă la nivelul întreprinderii s-au înregistrat stocuri de produse finite egale cu 20 u.m. pentru 60% din an, și de 10 u.m. pentru o perioadă de 40% din acesta, o valoare egală cu 14 va fi preferabilă pentru cuantificarea stocului anual, decât o valoare de 20 sau de 10, cum ar rezulta din situația bilanțieră la finele anului. Relația de calcul a nivelului mediu al unui post bilanțier pentru perioada considerată este:

$$Nivelul\ mediu\ al\ postului\ bilanțier = \frac{\sum_{t=1}^{n}(nivel\ al\ postului\ bilanțier\ pe\ perioada\ t \cdot durata\ perioadei\ t)}{\sum_{t=1}^{n}(durata\ perioadei\ t)} \quad (6.4)$$

O a doua soluție pentru aprofundarea analizei este dată de calculul a două seturi de indicatori, aferenți celor două perioade. Pentru aceasta, este necesară cunoașterea nivelului cifrei de afaceri aferente celei dintâi perioade și, respectiv, a celei înregistrate în cea de a doua perioadă. În final, se vor putea calcula două durate de rotație, aferente celor două intervale temporale. În acest sens, merită să se țină cont de faptul că anumite posturi – în special, imobilizările – nu fluctuează semnificativ pe parcursul exercițiului, în timp ce activele circulante pot fi puternic afectate de sezon.

Principalele rate de rotație utilizate în analiza financiară sunt cele privitoare la activul (capitalurile și datoriile) total(e), la activele imobilizate, la stocuri, la creanțe și la decontările cu furnizorii.

Rata de rotație a activului (pasivului) se poate calcula conform relațiilor de calcul (6.4) și (6.5):

$$Durata\ de\ rotație\ a\ activului\ (pasivului) = \frac{total\ activ\ (pasiv)}{CA} \cdot N \quad (6.5)$$

sau:

$$Nr.\ rot. = \frac{CA}{total\ activ\ (pasiv)}. \quad (6.6)$$

Aceşti indicatori exprimă eficiența utilizării activelor (pasivelor) întreprinderii. Deși din punct de vedere economic, pare mult mai logică ideea de folosire în afacerea întreprinderii a unor active (imobilizări, active circulante), interpretarea de eficiență a utilizării pasivului este de asemenea coerentă, exprimând eficiența întrebuințării unor resurse financiare investite. Un nivel ridicat al numărului de rotații, respectiv o durată redusă de rotație a activelor (pasivelor) întreprinderii exprimă capacitatea acesteia de a genera o cifră de afaceri de dimensiuni corespunzătoare în condițiile alocării unor resurse financiare (respectiv a utilizării unui nivel al activelor) dimensionat la nivelul (minim) necesar. Pentru a se caracteriza performanța întreprinderii din acest punct de vedere, este necesară comparația cu indicatorii calculați analog pentru întreprinderile din același sector de activitate și, în special, cu cei aferenți principalilor concurenți. Trebuie subliniat că indicatorii de acest tip pot fi analizați și prin comparația cu niște niveluri etalon, țintă (engl., *target* sau *benchmark)* pentru managementul întreprinderii.

Comparațiile trebuie realizate cu prudență, întrucât uneori pot exista diferențe structurale chiar și între întreprinderi ce acționează în același sector de activitate. Astfel, dacă o companie deține în patrimoniu terenul și clădirea în care își desfășoară activitatea, aceasta va înregistra un nivel al numărului de rotații (ratei de rotație) a activului inferior față de o altă companie, ce a închiriat tipul respectiv de active (vezi studiul de caz 6.3).

Studiul de caz 6.3

Să presupunem că analizăm vitezele de rotație pentru două întreprinderi, ALFA și BETA, fiecare cu un nivel al activelor circulante de exploatare de 1.000 u.m. Societatea comercială ALFA deține în proprietate clădirea și terenul pe care își desfășoară activitatea, în timp ce societatea comercială BETA închiriază aceste imobilizări de la o companie specializată (aceste elemente, deci, nu vor apărea în bilanțul companiei BETA). Nivelurile posturilor de activ, prezentate într-o manieră simplificată, ale celor două întreprinderi sunt prezentate în tabelul de mai jos:

Tabelul 6.1

Studiul de caz 6.3. Bilanțurile companiilor ALFA și BETA

ALFA		BETA	
terenuri și construcții	2.000	terenuri și construcții	0
alte imobilizări	600	alte imobilizări	600
active circulante de exploatare	1.000	active circulante de exploatare	1.000
total active	3.600	total active	1.600

În cazul în care ambele întreprinderi înregistrează același nivel al cifrei de afaceri, de 1.800 u.m., durata de rotație a activelor totale ale întreprinderii ALFA va fi de 720 de zile, în timp ce aceea a întreprinderii BETA va fi de numai 320 de zile. Bineînțeles că în acest caz nu este vorba despre o eficiență mult mai ridicată a întreprinderii BETA, mai ales că deținerea în patrimoniu a clădirii și a terenului poate fi considerată un aspect favorabil!

O altă comparație ce poate fi avută în vedere este cea cu nivelurile ratelor de rotație înregistrate în exercițiile anterioare. O creștere a duratelor de rotație (și o scădere a numărului de rotații) față de trecut va semnaliza înrăutățirea stării de performanță a întreprinderii. Probabil că acest mijloc de verificare a stării de performanță a întreprinderii este cel mai comod de realizat. Pe de altă parte, puterea informativă a acestei comparații nu trebuie supralicitată, întrucât condițiile de funcționare a întreprinderii se pot modifica substanțial în timp.

Rata de rotație a activelor imobilizate se va calcula într-o manieră similară relațiilor de mai sus:

$$Durata\ de\ rotație\ a\ activelor\ imobilizate = \frac{active\ imobilizate}{CA} \cdot N \qquad (6.7)$$

sau:

$$Nr.\ rot. = \frac{CA}{active\ imobilizate}. \qquad (6.8)$$

În linii mari, interpretarea tuturor ratelor de rotație trebuie să respecte aceleași principii enunțate mai sus (vezi și capitolul 3 al lucrării). Astfel, este recomandată compararea cu indicatorii caracteristici întreprinderilor concurente și cu cei înregistrați în exercițiile anterioare, indiferent dacă este vorba despre un indicator de rotație corespunzător întregului activ sau numai unui element component al acestuia.

Ratele de rotație ale activelor imobilizate evaluează eficiența managementului activelor imobilizate prin examinarea nivelului cifrei de afaceri generate de o anumită cantitate de active imobilizate. Se constată similitudinea cu ratele de rotație ale activelor totale. Bineînțeles, și în acest caz, este recomandată comparația cu un set de niveluri – etalon, caracteristice acestor rate, respectiv ratele similare înregistrate în trecut, cele caracteristice întreprinderilor concurente și cele „țintă".

Rata de rotație a stocurilor constituie unul dintre cei mai relevanți indicatori legați de activitatea întreprinderii. În condițiile desfășurării unei activități eficiente, este recomandabil ca durata de rotație a stocurilor să fie limitată la nivelul duratei normale de rotație a ciclului de producție. Aceasta reprezintă o durată normală cumulată a perioadelor de stocare a materiilor prime și materialelor necesare, a perioadei ciclului de producție și a perioadei de formare a loturilor de produse finite ce trebuie livrate clienților. În mod ideal, atât perioadele de stocare a materiilor prime și materialelor necesare desfășurării procesului de producție, cât și cele de stocare a produselor finite trebuie reduse cât mai mult, chiar până la 0 (aprovizionare și livrare *just in time*).

Vom reveni asupra acestor probleme pe parcursul celui de al treilea volum al lucrării noastre. Relațiile de calcul ale ratelor de rotație a stocurilor sunt prezentate mai jos:

$$Durata\ de\ rotație\ a\ stocurilor = \frac{stocuri}{CA} \cdot N \tag{6.9}$$

sau:

$$Nr.\ rot. = \frac{CA}{stocuri}. \tag{6.10}$$

În general, pentru a avea o viziune cât mai completă asupra eficienței fiecărui compartiment al întreprinderii aflat în legătură cu stocurile, este necesar calculul unor rate de rotație pentru fiecare categorie de stocuri relevantă, în principal pentru cele patru categorii fundamentale: de materii prime și materiale, de produse în curs de fabricație, de produse finite, de mărfuri.

Eficiența utilizării fiecărei categorii de stocuri poate fi atribuită unei anumite persoane responsabile din cadrul întreprinderii:

- stocurile de materii prime, responsabilului cu aprovizionările;
- stocurile de produse în curs de fabricație, directorului de producție;
- stocurile de produse finite și de mărfuri, directorului de marketing (responsabilul cu vânzările).

Ca observație, situațiile concrete de la nivelul anumitor companii pot fi foarte diverse și, ca atare, exced prezentarea noastră. De exemplu, pot exista stocuri în tranzit la nivelul companiei. Evident, în acest caz, durata de rotație a acestora nu este neapărat relevantă, ci depinde în mod hotărâtor de prevederile contractuale sau de condițiile tehnice.

***Rata de rotație a debitelor-clienți (durata medie de încasare a creanțelor**, days sales outstanding, DSO*, în engleză) constituie un indicator relevant pentru întreprinderile ce realizează vânzări pe credit (comercial). Indicatorul exprimă durata medie în care se încasează vânzările pe credit comercial sau, altfel spus, perioada medie în care creanțele se transformă în cash. Ca relații de calcul se pot reține:

$$Durata\ de\ rotație\ a\ debitelor - clienți = \frac{debite - clienți}{CA} \cdot N \tag{6.11}$$

sau:

$$Nr.\ rot. = \frac{CA}{debite - clienți}. \tag{6.12}$$

Pentru ca indicatorul să aibă un nivel mai ridicat de relevanță, ar trebui să se țină cont numai de cifra de afaceri aferentă vânzărilor pe credit comercial, întrucât partea vândută cu plata cash nu implică apariția de debite ale clienților. Cu ajutorul duratei de rotație a debitelor-clienți se poate aprecia eficiența întreprinderii în colectarea creanțelor sale. Cu cât încasările se realizează mai rapid, compania este mai performantă.

Un nivel în creștere al indicatorului poate semnala probleme legate de controlul creditelor comerciale acordate clienților și, în consecință, creanțe mai greu de încasat (clienți rău platnici). Pentru a evita sau a reduce amploarea acestui fenomen nedorit, este recomandată o analiză preliminară a clientului căruia i se acordă creditul comercial, pentru a se evita selecția adversă, cel puțin în ceea ce privește indicatorii de lichiditate și de solvabilitate ai acestora. Totodată, se recomandă urmărirea permanentă a acestor indicatori, pentru limitarea hazardului moral.

Indicatorul poate fi calculat analitic, putându-se calcula durate de încasare a creanțelor aflate în stare de normalitate (încasate în termen, în engleză *best possible DSO*), a celor aferente clienților litigioși (în engleză, *delinquent DSO*) etc.[3] Totodată, analiza poate fi aprofundată la nivelul clienților – care este perioada medie în care acesta își achită facturile?

Evoluția duratei de încasare a creanțelor în timp merită corelată cu prețul sau tariful încasat de companie. Poate fi mai avantajos în anumite condiții să întreții relații contractuale cu un partener de afaceri care să plătească un preț mai ridicat, cu o oarecare întârziere, decât să fii plătit la timp un preț mai scăzut. Este adevărat că în acest caz, trebuie să se depună un efort mai consistent pe partea de modelare stocastică a duratei de recuperare a creanțelor[4]. O soluție la această problemă poate fi constituirea de provizioane (care să crească odată cu creșterea perioadei de întârziere la încasare).

Rata de rotație a creditelor-furnizori se calculează conform relațiilor (6.13) și (6.14):

$$Durata\ de\ rotație\ a\ decontarilor\ cu\ furnizorii = \frac{furnizori}{CA} \cdot N \tag{6.13}$$

sau:

$$Nr.\ rot. = \frac{CA}{furnizori}. \tag{6.14}$$

Indicatorul exprimă perioada medie în care se realizează plățile față de furnizori. Spre deosebire de indicatorii calculați în legătură cu posturile de activ, o durată de rotație îndelungată este avantajoasă pentru companie, cât timp nu sunt afectate relațiile comerciale cu furnizorii. Cu alte cuvinte, este recomandată asigurarea unor durate de plată a datoriilor față de furnizori cât mai lungi, pentru a se asigura un nivel al finanțării cât mai semnificativ (mai ales că această finanțare este, în principiu, gratuită[5]).

---

[3] http://www.credit-to-cash-advisor.com/Articles/CreditManagement/CollectionEfficiencyandDSO. Vezi, totodată, și metodologii mai aprofundate de calcul al indicatorului.

[4] Pentru dezvoltarea acestei teme, vezi și Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Obreja, Laura; Dragotă, Mihaela, *Management financiar*, Editura Economică, București, 2003, pp. 324-333. Vom reveni și noi asupra acestei teme în volumul al treilea al ediției a doua a acestei cărți.

[5] Această gratuitate este relativă. Se poate simți similitudinea cu ideea conform căreia „nimic nu este mai scump ca o masă gratuită", traducere și adaptare după "there is no such thing as a free lunch". Literatura de specialitate din domeniu insistă pe ideea gratuității datoriilor de exploatare, fie că este vorba de lucrări din școala anglo-saxonă, fie din cea continental-europeană (cea din România nu face excepție) – vezi, de exemplu, conceptul de activ (pasiv) economic, în care datoriile de exploatare sunt eliminate din analiză. Pe de altă parte, acest principiu nu este întotdeauna confirmat în realitate. La o analiză mai atentă, o durată de plată a furnizorilor mai îndelungată se va compensa în multe cazuri în prețuri mai mari plătite acestora (cost direct) sau într-o calitate mai redusă a produselor livrate, condiții de exclusivitate, alte clauze speciale etc.

În general, trebuie urmărite două corelații fundamentale legate de această rată de rotație:

- ***durata de rotație a furnizorilor ar trebui să fie mai mare decât durata cumulată de rotație a stocurilor de materii prime, produse în curs de fabricație și produse finite*** (pentru o companie cu activitate de producție) sau ***durata de rotație a furnizorilor ar trebui să fie mai mare decât durata de rotație a stocurilor de mărfuri*** (pentru o companie cu activitate de comerț). Prin asigurarea acestei corelații, societatea comercială ar putea fi capabilă să finanțeze întregul ciclu de producție (de comercializare) pe seama resurselor procurate de la furnizori. De multe ori, în practică, realizarea acestor corelații este mai mult un vis decât o realitate;
- ***durata de rotație a furnizorilor ar trebui să fie mai mare decât durata de rotație a creanțelor față de clienți.*** Prin asigurarea acestei corelații, societatea comercială ar fi capabilă să obțină un excedent financiar din diferența dintre resursele procurate de la furnizori (gratuit) și cele puse la dispoziția clienților, de asemenea gratuite. În cazul în care această corelație nu se respectă, societatea comercială nu va fi finanțată (ca finanțare netă) de furnizori, ci va finanța ea însăși alte întreprinderi.

Indicatorii de analiză a activității întreprinderii sunt analitici prin vocație. Cu cât gradul de analitic crește, cu atât crește și nivelul de relevanță a indicatorului (vezi studiul de caz 6.4).

Studiul de caz 6.4

Compania SATCHA vinde mâncare pentru animale și animale de companie vii. Ea a înregistrat o cifră de afaceri de 3.600 u.m., din care 2.400 din vânzarea de mâncare pentru animale și 1.200 din vânzarea de animale de companie. Stocul mediu de mâncare pentru animale a fost de 200 u.m., iar cel de animale de companie de 400 u.m. În cazul în care se calculează durata de rotație pentru întreaga companie, aceasta va fi:

$$D_g = \frac{200+400}{3.600} \cdot 360 = 60 \text{ zile}.$$

În cazul în care se va calcula durata de rotație aferentă celor două surse de profit, duratele de rotație aferente vor fi:

$$D_{m.a} = \frac{200}{2.400} \cdot 360 = 30 \text{ zile} \text{ și, respectiv, } D_{a.c} = \frac{400}{1.200} \cdot 360 = 120 \text{ zile}.$$

În cazul în care se așteaptă o analiză care să producă soluții pentru îmbunătățirea managementului companiei, este evident preferabil apelul la ultimii indicatori, care reflectă mult mai bine realitatea la nivelul companiei. Deși mai sintetic, primul indicator nu prea exprimă nimic pentru management.

La nivelul companiilor care prezintă diferite tipuri de stocuri, poate apărea problema înregistrării aceluiași tip de stoc sub coduri diferite. Această problemă poate deveni serioasă pentru management atâta timp cât nivelul stocurilor astfel defalcate (artificial) nu va fi semnal de alarmă, ceea ce va face ca și măsurile necesare să fie întârziate.

6.2. Vitezele de rotație prin elemente ale cifrei de afaceri

Deși ratele de rotație prin intermediul cifrei de afaceri sunt extrem de comod de calculat datorită accesului relativ facil la informațiile necesare, acești indicatori suferă datorită unei relative superficialități. Astfel, ei afirmă, de exemplu, o conexiune perfectă între cifra de afaceri și imobilizări. Să presupunem că obținem o valoare a acestui indicator, calculată conform relației (6.7), de 200 de zile. Conform interpretării duratei de rotație a imobilizărilor, ar rezulta că în 200 de zile se poate realiza reînnoirea completă a acestui post bilanțier, în condițiile în care **întreaga cifră de afaceri ar fi alocată pentru această destinație.** Or, se știe că orice companie folosește cifra sa

de afaceri pentru acoperirea unui număr semnificativ de costuri, legate de materii prime, salariaţi, impozite şi taxe diverse etc., precum şi pentru remunerarea acţionarilor, sub forma dividendelor – componentă a profitului net (vezi soldurile intermediare de gestiune, capitolul 5). Numai o anumită componentă a cifrei de afaceri, respectiv amortizarea, constituie sursa de recuperare a imobilizărilor. De aceea, mult mai elocventă ar fi durată de recuperare a imobilizărilor prin intermediul cheltuielilor cu amortizarea aferente perioadei analizate.

Pentru fiecare post bilanţier se poate calcula o anumită rată de rotaţie specifică, mult mai relevantă decât ratele de rotaţie prin intermediul cifrei de afaceri. Din punct de vedere conceptual, vom defini duratele de rotaţie calculate în funcţie de cifra de afaceri *durate de rotaţie globale*, iar pe acelea calculate în funcţie de o componentă a acesteia – *durate de rotaţie parţiale*. Pentru identificarea elementelor componente ale cifrei de afaceri corespunzătoare fiecărui element bilanţier, este util de urmărit structura costurilor de achiziţionare, prelucrare sau de livrare a elementelor de activ, a ciclurilor de producţie la care elementul respectiv de activ participă, iar pentru cele de capitaluri şi datorii – modalitatea de recuperare a fondurilor investite. Între elementele din bilanţ şi componentele cifrei de afaceri, necesare calculului duratelor de rotaţie, se poate sesiza întotdeauna o conexiune logică. O prezentare schematică a câtorva exemple este realizată în tabelul 6.2:

Tabelul 6.2

Corespondenţa dintre elementele din bilanţ şi componenta cifrei de afaceri, utilizată pentru calculul duratelor de rotaţie

element din bilanţ	componenta cifrei de afaceri
imobilizări	cheltuieli cu amortizarea
stocuri de materii prime	cheltuieli cu materiile prime
stocuri producţie neterminată	costul aferent produselor neterminate
stocuri produse finite	costul de producţie (produse finite)
creanţe	cifra de afaceri, inclusiv TVA, aferentă vânzărilor pe credit comercial
datorii bancare pe termen lung	rata de rambursare a datoriilor financiare (din profitul net) (partea din împrumut rambursată pe parcursul unui an)
furnizori	cheltuieli cu furnizorii, pentru cumpărările pe credit comercial
decontări cu bugetul statului	impozite şi taxe (inclusiv impozitul pe profit)
decontări cu salariaţii	cheltuieli cu personalul

Merită menţionat faptul că o situaţie mai precisă asupra acestor indicatori se poate obţine de la alte compartimente ale companiei. De exemplu, în cazul în care o societate comercială vinde o anumită marfă, se poate obţine relativ uşor informaţia în cât timp de la cumpărare se vinde aceasta, fără apel la calcule şi la date contabile, prin simpla întrebare a personalului implicat.

Durata (rata) de rotaţie parţială (specifică) a unui anumit element de activ (capitaluri şi datorii), pentru exemplu a imobilizărilor, va fi dată de o relaţie de tipul:

$$R_p = \frac{IMO}{Amo} \cdot N .$$

Pornind de la informaţiile conţinute în tabelul 6.2, trebuie avute în vedere o serie de observaţii de ordin practic:

1) În cazul în care există această posibilitate, este recomandată utilizarea mărimilor medii pentru posturile bilanţiere. În cazul în care activitatea de producţie sau de comercializare este afectată semnificativ de sezon, iar media indicatorilor încetează aşadar să constituie un indicator relevant, este recomandabilă utilizarea unui nivel al indicatorilor aferenţi numai perioadelor în care se desfăşoară activitatea analizată, cu luarea în considerare a unei perioade egale cu durata

sezonului. Spre exemplu, în cazul în care se doreşte cunoaşterea duratei de rotaţie a stocurilor de îngheţată vândute de un magazin ce vinde aceste produse numai pe o perioadă de şase luni, relaţia de calcul recomandată va fi:

$$D = \frac{\textit{stoc mediu de îngheţată}}{\textit{costul de achiziţie al îngheţatei}} \cdot 180 \text{ (180 = aproximaţie pentru 6 luni).}$$

În cazul în care durata luată în considerare ar fi fost de 360 de zile, s-ar fi realizat o supradimensionare a duratei, fără un fundament economic.

Există şi cazuri în care, deşi elementele de bilanţ participă la nivelul afacerii numai pe o anumită perioadă, duratele de rotaţie (în sens de durate de recuperare) trebuie calculate la un nivel anual, respectiv la nivelul întregii perioade luate în considerare. Spre exemplu, durata de viaţă a unei clădiri este afectată preponderent de factorii de mediu, indiferent dacă este utilizată efectiv în activitatea întreprinderii. De aceea, pentru calculul duratei de recuperare a unei clădiri utilizate ca hotel, este preferabil calculul prin referinţă la întregul an.

2) Costurile legate de produsele în curs de fabricaţie depind de gradul de finisare a acestora. În general, calculul indicatorilor se poate realiza prin raportare la nivelul costului de producţie total, aferent produselor finite, la care se va aplica un coeficient de corecţie (K). De exemplu:

- în cazul în care costurile de producţie cresc liniar, coeficientul de corecţie K se va determina conform relaţiei (6.15)[6]:

$$K = \frac{C_i + C_f}{2C_f}, \tag{6.15}$$

unde:

C_i – cheltuielile de producţie de la începutul ciclului de producţie (costuri iniţiale), cum ar fi, de exemplu, cheltuielile cu materiile prime şi materialele introduse de la începutul ciclului de producţie;

C_f – cheltuielile de producţie de la finele ciclului de producţie, incluzând toate costurile aferente produsului finit (costul de producţie al produsului finit).

Se constată că se presupune o creştere liniară, într-un ritm constant, a costurilor (şi deci şi a nivelului stocurilor de producţie neterminată) pe parcursul întregului ciclu de producţie;

- în situaţia în care întreaga materie primă intră în procesul de fabricaţie de la început, iar celelalte cheltuieli se fac treptat, coeficientul de corecţie K se va calcula conform relaţiei (6.16)[7]:

$$K = \frac{Cmp + \frac{Acf}{2}}{C_f}, \tag{6.16}$$

unde:

Cmp – cheltuieli cu materiile prime;

Acf – alte cheltuieli de fabricaţie (cheltuieli cu amortizarea, personalul, impozite şi taxe reale diverse, asigurări);

- în cazul în care costurile de producţie cresc ne-uniform, coeficientul K se va calcula conform relaţiei (6.17)[8]:

---

[6] Antoniu, Nicolae (coordonator) et al., *Finanţele întreprinderilor,* Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1993, p. 71.
[7] *Ibidem,* p. 72.
[8] *Ibidem.*

$$K = \frac{\sum_{i=1}^{n} c_i \cdot d_i}{C_f \cdot D}, \qquad (6.17)$$

unde:

c_i – cheltuielile medii ale fiecărei faze, calculate ca o medie aritmetică simplă între cheltuielile la începutul şi la sfârşitul fiecărei faze;

d_i – duratele fiecărei faze a ciclului de fabricaţie;

D – durata totală a ciclului de fabricaţie.

3) Sfera de cuprindere a costurilor de producţie trebuie delimitată din punctul de vedere al afacerii, şi nu neapărat din punct de vedere contabil. Orice cheltuială implicată de producerea unui anumit produs finit trebuie luată în considerare în calculul costului acestuia (spre exemplu, cheltuielile cu dobânzile aferente unui credit pentru necesităţile de exploatare, cheltuieli diverse cu plata unor impozite sau asigurări legate de clădirile în care se desfăşoară activitatea întreprinderii etc.). Este logic că un întreprinzător raţional nu va fi interesat să finanţeze o întreprindere în cazul în care nu îşi va putea recupera fondurile investite.

4) Atât pentru cazul creanţelor asupra clienţilor, cât şi al decontărilor cu furnizorii, trebuie să se ia în considerare numai cifra de afaceri, respectiv costurile cu materiile prime, aferente creditelor comerciale oferite, respectiv, de care beneficiază societatea comercială analizată. Cu alte cuvinte, nu se vor lua în considerare încasările, respectiv plăţile realizate cash, care ar vicia puterea informaţională a indicatorilor[9].

Ca în cazul ratelor menţionate în cadrul capitolului 6.1, şi nivelul înregistrat de aceste rate se va compara cu acela al unor întreprinderi etalon sau cu cel înregistrat de societatea comercială analizată pe parcursul exerciţiilor anterioare. Ca un avantaj faţă de ratele calculate prin referinţă la cifra de afaceri, pentru ratele de rotaţie parţiale se poate sesiza cu mult mai multă acurateţe gradul de performanţă a unei întreprinderi numai pe baza cunoaşterii domeniului de activitate în care acţionează (şi a unor elemente legate de caracteristicile proceselor specifice de producţie sau comercializare).

Vom realiza o exemplificare a modului de calcul şi de interpretare a acestor indicatori în cadrul subcapitolului 6.3.

6.3. Bilanţul exprimat sub forma ratelor de rotaţie

Încă din capitolul 4 al lucrării noastre, anticipam faptul că analiza pe baza bilanţului se poate realiza şi pe baza vitezelor de rotaţie. După cum arătam în capitolul 6.1, o posibilitate facilă de calcul a vitezelor de rotaţie este dată de raportarea posturilor bilanţiere la cifra de afaceri. Pe lângă comoditatea calculului acestor indicatori, se poate sublinia avantajul acestora de a fi compatibili (putând fi deci adunaţi), fiind calculaţi prin raportarea la acelaşi indicator (au acelaşi numitor). Sunt create premisele prezentării bilanţului sub forma duratelor de rotaţie. Un astfel de instrument de analiză are avantajul prezentării factorilor de decizie a unor informaţii concrete, într-o formă agreabilă, reprezentând numărul de zile în care se realizează recuperarea elementelor de activ, respectiv trebuie rambursate datoriile din capitaluri şi datorii. După cum vom insista în cadrul subcapitolului 6.5, cu ajutorul acestui bilanţ exprimat în zile se poate realiza o prognoză a indicatorilor financiari viitori, şi deci o planificare a nivelului de alocări şi de resurse financiare necesare desfăşurării viitoare a întreprinderii.

[9] Mulţumim Doamnei prof. univ. dr. Dalina Dumitrescu (Academia de Studii Economice din Bucureşti) pentru această sugestie.

BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITARĂ

Pentru asigurarea unui volum de informații mai bogat în conexiune cu deciziile de desfășurare a activității întreprinderii, alături de durata de rotație globală, se recomandă și estimarea duratei de rotație parțiale. În plus, se poate constata că între cele două tipuri de durate există o legătură, pusă în evidență prin relația (6.18):

$$\text{Durata de rotație globală} = \frac{\text{element de activ (pasiv)}}{\text{cifra de afaceri}} \cdot N =$$

$$= \underbrace{\frac{\text{element de activ (pasiv)}}{\left(\begin{array}{l}\text{componenta valorică a cifrei de afaceri}\\ \text{corespunzătoare acestui element de activ sau de pasiv}\end{array}\right)} \cdot N \cdot}_{\text{rata de rotație parțială}} \tag{6.18}$$

$$\underbrace{\cdot \frac{\left(\begin{array}{l}\text{componenta valorică a cifrei de afaceri}\\ \text{corespunzătoare acestui element de activ sau de pasiv}\end{array}\right)}{\text{cifra de afaceri}}}_{\text{rata de structură}} =$$

$$= \text{rata de rotație parțială} \cdot \text{rata de structură.}$$

Relația (6.18) pune în legătură rata de rotație parțială cu rata de rotație globală prin intermediul unei rate de structură a cifrei de afaceri. Cu alte cuvinte, nivelul ratei de rotație globale poate fi îmbunătățit fie pe seama reducerii (accelerării) duratei de rotație parțială, fie prin scăderea ponderii elementului respectiv de cheltuială în cifra de afaceri[10].

O prezentare a bilanțului exprimat sub forma duratelor de rotație este realizată în tabelul 6.3:

Tabelul 6.3

Bilanțul exprimat sub forma duratelor de rotație

Post bilanțier	Rata de rotație parțială (Rp)	Rata de structură (Rs)	Rata de rotație globală (Rg)
A	B	C	D = B · C
post 1 activ			
post 2 activ			
post 3 activ			
. . .			
post n activ			
Total activ	***(nu se calculează)***	***(nu se calculează)***	
post 1 capitaluri și datorii			
post 2 capitaluri și datorii			
. . .			
post n capitaluri și datorii			
Total capitaluri și datorii	***(nu se calculează)***	***(nu se calculează)***	

Un exemplu de utilizare a acestui instrument de analiză este oferit de studiul de caz 6.5.

[10] Stancu, Ion, *Finanțe*, ediția a treia, Editura Economică, București, 2002, p. 911 și urm.

Studiul de caz 6.5

Vom analiza cu ajutorul sistemului de rate cinetice situația întreprinderii ROMCONSERVA SRL Isaccea, caracterizată prin următorii indicatori:

- bilanț:

Activ	u.m.	Capitaluri și datorii	u.m.
imobilizări	1.000	capitaluri proprii	1.500
stocuri de materii prime	200	datorii bancare pe termen lung	300
stocuri producție neterminată	100	furnizori	150
stocuri produse finite	200	decontări cu bugetul statului	100
creanțe	500	decontări cu salariații	50
disponibilități	100		
Total	2.100		2.100

- cont de rezultate:

Indicatori	u.m.
cifra de afaceri	2.000
cheltuieli cu materiile prime	500
cheltuieli cu personalul	1.000
impozite și taxe diverse (cu excepția impozitului pe profit)	200
cheltuieli cu amortizarea	100
cheltuieli cu dobânzile	100
profit brut	100
impozit pe profit	25
profit net	75

Rata anuală de rambursare a datoriilor financiare: 60.

Se presupune că producția neterminată este finisată în proporție de 50%.

Pentru simplificarea calculelor, anul se va considera de 360 de zile.

Se utilizează descompunerea oferită de relația de calcul (6.18).

Pentru identificarea componentelor valorice ale cifrei de afaceri corespunzătoare fiecărui element de activ sau de capitaluri și datorii trebuie urmărită modalitatea de recuperare a fondurilor investite. De exemplu, fondurile investite în imobilizări se recuperează prin intermediul amortizării. O prezentare schematică a acestora este realizată în tabelul de mai jos:

Element din bilanț	Componenta cifrei de afaceri
imobilizări	amortizare
stocuri de materii prime	cheltuieli cu materiile prime
stocuri producție neterminată	cheltuieli cu materiile prime + (1/2) cheltuielile de fabricație
stocuri produse finite	costul de producție
creanțe	cifra de afaceri, inclusiv TVA
datorii bancare pe termen lung	rata de rambursare a datoriilor financiare + cheltuieli cu dobânzile
furnizori	cheltuieli cu materiile prime
decontări cu bugetul statului	impozite și taxe (inclusiv impozitul pe profit)
decontări cu salariații	cheltuieli cu personalul

BUSINESS CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Bilanțul exprimat sub forma duratelor de rotație are următoarea formă:

Activ	Rp (zile)	Rs (%)	Rg (zile)	Capitaluri și datorii	Rp (zile)	Rs (%)	Rg (zile)
IMO	3.600	5	180	CPR	-	-	270
ST. M.P.	144	25	36	D. FIN.	1.800	3	54
ST. P.N.	31	57,5	18	FZ	108	25	27
ST. P.F.	40	90	36	BUG. ST.	160	11,25	18
CRE.	90	100	90	DEC. SAL.	18	50	9
DISP.	18	100	18				
TOTAL	X	X	378	TOTAL	X	X	378

Observație: cheltuielile de fabricație s-au considerat a fi cheltuielile cu amortizarea, salariile și cu impozitele și taxele diverse (presupuse a fi impozite reale). Uneori se consideră că în categoria acestora trebuie să fie incluse numai primele două componente. Este necesară cunoașterea cheltuielilor ce sunt luate efectiv în calculul cheltuielilor de fabricație pe cazul întreprinderii analizate.

Deși pentru o analiză pertinentă este necesară cunoașterea nivelurilor caracteristice ramurii de activitate în care societatea comercială acționează, se cuvine semnalarea câtorva aspecte:

1) viteza de rotație a stocurilor de materii prime are o durată exagerat de mare (144 de zile), ceea ce evidențiază un blocaj inutil al fondurilor, care altfel ar putea fi utilizate mult mai eficient. O explicație a acestui nivel ar fi o posibilă anticipare a unor creșteri de prețuri, pe baza acesteia realizându-se o achiziție de materii prime peste necesarul normal; cum este probabil că acest nivel exagerat nu se datorează stocurilor de materii prime perisabile, este posibil ca anumite stocuri să aibă cu adevărat o durată de rotație extrem de ridicată, ceea ce trebuie să conducă la o aprofundare a analizei;

2) durata de stocare a produselor finite (40 de zile) este extrem de mare, semnalând o posibilă activitate necorespunzătoare a serviciului de marketing;

3) durata de încasare a creanțelor (90 de zile) este destul de mare (aceasta poate fi rezultatul unei politici deliberate de atragere a clienților prin condiții favorizante de plată sau efectul existenței unor clienți litigioși), dar reprezintă o situație favorabilă vizavi de durata de plată de furnizorilor (108 zile);

4) societatea comercială profită de durata îndelungată de plată a datoriilor de exploatare, beneficiind astfel de o sursă de finanțare gratuită. Pe de altă parte, această durată de plată exagerat de mare ar putea fi efectul dificultății (sau chiar incapacității) societății comerciale de a-și plăti datoriile față de furnizori.

6.4. Mijloace de accelerare a vitezelor de rotație a elementelor de activ

Analiza activității întreprinderii evidențiază starea de performanță a managementului sau a anumitor compartimente ale acesteia. Considerăm că este de interes și oferirea unui set de soluții pentru îmbunătățirea nivelului ratelor de rotație a elementelor de activ. Deși discuții similare se pot realiza în legătură cu toate elementele din activul bilanțier, și în primul rând cu imobilizările, de cele mai multe ori fundamentale sunt problemele legate de vitezele de rotație ale stocurilor și creanțelor. Subliniem că în cazul duratelor de rotație corespunzătoare elementelor din pasivul bilanțier, modul de interpretare a indicatorilor este de obicei invers: de exemplu, în lipsa unor informații suplimentare, este recomandat ca durata de rotație a creanțelor să fie cât mai scăzută, în timp ce aceea de plată a furnizorilor – cât mai îndelungată. Menționăm că lista prezentată în continuare este numai exemplificativă, și în niciun caz exhaustivă.

În ceea ce priveşte căile de accelerare a vitezei de rotaţie în faza aprovizionării cu materii prime, materiale etc.[11], se pot menţiona:

- limitarea la maxim a perioadelor inutile de stocaj (se recomandă o aprovizionare cât mai apropiată de concepţia *just in time*);
- selectarea riguroasă a furnizorilor, astfel încât să se renunţe (în cazul în care acest fapt este posibil) la cei care nu livrează materiile prime sau materialele conform termenelor stipulate în contract;
- eliminarea stocurilor create peste nivelul necesar efectiv desfăşurării procesului de producţie conform unei viteze normale, de unde şi necesitatea fundamentării riguroase a nivelului acestora (vezi şi volumul 3 al acestei lucrări pentru o aprofundare a acestei probleme);
- fundamentarea necesarului de materii prime (mărfuri) în concordanţă cu cererea actuală şi potenţială privind produsele fabricate (sau mărfurile vândute);
- etc.

Şi această politică trebuie urmărită cu prudenţă. Există suficiente cazuri în care pierderile determinate de un nivel prea redus al acestor stocuri sunt mult mai mari decât costurile de stocaj (vezi, de exemplu, cazul unor întreprinderi cu flux continuu de fabricaţie, în care costul „rupturii de stoc" este incomparabil mai ridicat decât cel al stocării suplimentare pentru una-două zile). Totodată, există societăţi comerciale pentru care, din diferite motive, este necesară crearea unor stocuri de siguranţă.

În faza producţiei, se va urmări[12]:

- stabilirea unor fluxuri raţionale de fabricaţie;
- folosirea integrală a timpului normal de lucru;
- perfecţionarea calificării personalului, în concordanţă cu munca prestată (supra-calificarea este un aspect nedorit, ca şi sub-calificarea);
- mecanizarea, automatizarea şi robotizarea proceselor de fabricaţie;
- etc.

Trebuie subliniat că accelerarea vitezei de rotaţie pentru stocurile de produse neterminate nu constituie un scop în sine, mai ales dacă aceasta s-ar realiza în detrimentul calităţii produselor finite. De cele mai multe ori, nivelul valoric al stocurilor de produse în curs de fabricaţie este determinat de particularităţile procesului de fabricaţie. În fapt, în legătură cu adecvarea nivelului real al duratelor de rotaţie la nivelul dorit, cele mai în măsură să răspundă sunt persoanele direct implicate în activitatea de producţie (ingineri, mecanici ş.a.).

În legătură cu etapa comercializării produselor finite, se poate acţiona în sensul[13]:

- fabricării unor produse finite numai în măsura în care este asigurată desfacerea acestora (măcar din punctul de vedere al unui potenţial, fundamentat pe seama unor studii de marketing);
- livrării rapide a produselor finite;
- etc.

În ceea ce priveşte creanţele, de multe ori societatea comercială este nevoită să accepte termene de plată mai relaxate (îndelungate), pentru a crea un grad de atractivitate suplimentară pentru a convinge clienţii să apeleze la serviciile acesteia. Cu toate acestea, este recomandabilă, în cazul în care este posibil, eliminarea din sfera clienţilor a celor ce au creat dificultăţi la încasare în trecut (clienţi litigioşi şi rău platnici). Trebuie să recunoaştem că nu întotdeauna întreprinderile au

[11] Antoniu, Nicolae (coordonator) et al., *Finanţele întreprinderilor*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1993, pp. 99-100.
[12] *Ibidem*, p. 100.
[13] *Ibidem*, pp. 100-101.

posibilitatea de a aplica această recomandare, existând cazuri în care clienții se află într-o postură de monopol vizavi de posibilitatea achiziționării anumitor produse (vezi, de exemplu, cazul unor întreprinderi ce produc armament destinat armatei naționale a unui stat).

6.5. Ratele de rotație – instrument în prognoza indicatorilor financiari

Duratele de rotație, prezentate pe parcursul acestui capitol, constituie un instrument util pentru aprecierea nivelului de performanță a managementului întreprinderii. Alături de acest rol, duratele de rotație constituie un mijloc de prognoză a nivelului elementelor de activ și de capitaluri și datorii. Practic, prin intermediul acestor indicatori, se poate realiza previziunea necesităților de finanțare pentru exercițiul financiar viitor și a unei anumite părți a resurselor de finanțare a acestora.

În general, pentru realizarea acestui demers, se pornește de la prognoza cifrei de afaceri. În condițiile în care durata de rotație a anumitor elemente de activ se menține la nivelul înregistrat în exercițiul anterior (sau se ridică la un anumit nivel valoric, cunoscut), fiecare post bilanțier se poate dimensiona, conform relației de calcul (6.19):

$$element\ de\ activ\ (pasiv) = \frac{durata\ de\ rotație \cdot cifra\ de\ afaceri\ prognozată}{N} \quad (6.19)$$

Spre deosebire de elementele definite în relația de calcul (6.2), cifra de afaceri este în acest caz cea prognozată pentru anul viitor.

Vom aprofunda această problemă pe parcursul volumului 2 al lucrării noastre.

Referințe bibliografice

Antoniu, Nicolae (coordonator); Adochiței, Mihai; Cristea, Horia; Neagoe, Ion; Dumitrescu, Dalina; Ilie, Vasile, *Finanțele întreprinderilor,* Editura Didactică și Pedagogică, București, 1993

Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Obreja, Laura; Dragotă, Mihaela, *Management financiar,* Editura Economică, București, 2003

Halpern, Paul; Weston, Fred; Brigham, Eugene, *Finanțe manageriale,* Editura Economică, București, 1998

Stancu, Ion, *Finanțe,* ediția a treia, Editura Economică, București, 2002

Stancu, Ion, *Finanțe,* ediția a patra, Editura Economică, București, 2007

http://www.credit-to-cash-advisor.com/Articles/CreditManagement/CollectionEfficiencyandDSO

Lecturi ulterioare

Halpern, Paul; Weston, Fred; Brigham, Eugene, *Finanțe manageriale*, Editura Economică, București, 1998, pp. 148-165

http://www.credit-to-cash-advisor.com/Articles/CreditManagement/CollectionEfficiencyandDSO

Verificați-vă cunoștințele!

- Care este scopul calculului indicatorilor de activitate ai întreprinderii?
- Cum se calculează numărul de rotații al unui element de activ (capitaluri și datorii) prin cifra de afaceri?
- Ce semnificație economică prezintă durata de rotație a unui element bilanțier?

- Cum se calculează durata de rotație a unui element bilanțier?
- Care sunt dezavantajele, din perspectiva conținutului informațional, asociate ratelor de rotație calculate în funcție de cifra de afaceri?
- Ce reprezintă bilanțul sub forma duratelor de rotație?
- Enumerați o serie de măsuri ce pot fi utilizate pentru accelerarea vitezei de rotație a stocurilor de materii prime.
- Enumerați o serie de măsuri ce pot fi utilizate pentru accelerarea vitezei de rotație a stocurilor de produse în curs de fabricație.
- Enumerați o serie de măsuri ce pot fi utilizate pentru accelerarea vitezei de rotație a stocurilor de produse finite.
- Enumerați o serie de măsuri ce pot fi utilizate pentru accelerarea duratei de încasare a creanțelor.
- Cum pot fi utilizate duratele de rotație ale elementelor de bilanț în activitatea de previziune a necesităților de finanțare a activității întreprinderii?
- Cum interpretați o durată de rotație a imobilizărilor unei societăți comerciale de comerț *en detail* de 12 ani?

Probleme și studii de caz

6.1. Viteza de rotație a stocurilor înregistrată în acest an a fost de 12 zile. Anul viitor aceasta se va accelera cu șase rotații. Determinați viteza de rotație exprimată în zile programată pentru anul viitor. Pentru simplificarea calculelor, anul se va considera de 360 de zile.

6.2. O societate comercială nou înființată are un capital social de 1.000 u.m. și încearcă identificarea necesităților de finanțare și a surselor de acoperire a acestora prin comparația cu niște niveluri etalon, caracteristice unei alte întreprinderi, comparabile, căreia i se cunoaște bilanțul exprimat sub forma ratelor de rotație în funcție de cifra de afaceri:

imobilizări nete	250 de zile	capitaluri proprii	240 de zile
stocuri și creanțe	100 de zile	datorii financiare	100 de zile
disponibilități	10 zile	datorii de exploatare	20 de zile

Fundamentați nivelurile pentru elementele bilanțului contabil al noii societăți. Pentru simplificarea calculelor, anul se va considera de 360 de zile.

6.3. Se dau următoarele informații privind o societate comercială:

BILANȚ

ACTIV		CAPITALURI ȘI DATORII	
Imobilizări	400	Capital propriu	300
Stocuri + Creanțe	150	Datorii financiare	200
Disponibilități	50	Datorii exploatare	100
Total:	*600*	*Total:*	*600*

CIFRA DE AFACERI	900

Calculați indicatorii de echilibru financiar exprimați în zile.

6.4. Situația duratei de încasare a creanțelor unei companii avicole (Drc), Avicola X, precum și a principalilor concurenți, în ultimii ani, este prezentată în tabelul de mai jos. Ce concluzii puteți trage pe seama acestora? Ce soluții puteți oferi?

RCU IASI UNIVERSITY LIBRARY

Drc (zile)	Județ	n-6	n-5	n-4	n-3	n-2*	n-1	n
Avicola X	*Ialomița*	*12,67*	*18,45*	*15,12*	*16,33*	*18,12*	*24,67*	*30,82*
Avicola A	Brașov	20,21	20,19	20,45	28,02	34,02	22,02	14,34
Avicola B	Ilfov	26,67	26,46	22,03	30,08	52,63	112,65	178,89
Avicola C	Ilfov	57,56	64,61	72,45	56,67	93,89	99,67	132,78
Avicola D	Cluj	75,45	60,23	19,23	302,56	28,78	72,34	156,78
Avicola E	Dâmbovița	9,67	5,23	10,23	25,90	40,23	48,34	54,45
Avicola F	Dâmbovița	52,90	113,32	128,78	134,56	189,67	208,78	178,49
Avicola G	Iași	56,67	68,89	82,87	65,89	46,82	58,78	98,67
Avicola H	Bihor	34,67	62,46	42,34	45,31	52,33	64,82	345,67
Avicola I	Constanța	22,56	25,34	34,67	45,67	52,32	34,82	37,98
Avicola J	Alba	11,43	23,34	21,56	17,43	21,09	34,78	46,67
Avicola K	Călărași	27,43	30,89	26,54	32,89	40,12	39,76	43,78
Avicola L	Vrancea	15,34	15,33	15,56	23,67	24,98	42,51	40,48

*Menționăm că în anul (n-2) a fost recunoscută o epidemie care a afectat domeniul avicol, cu posibil impact asupra sănătății populației, care a influențat și preferințele de consum ale acesteia.

Soluții

6.1. Inițial, societatea comercială înregistrează un nivel al indicatorului, exprimat în zile, de 12. Pentru a asigura comparabilitatea datelor, se va utiliza relația:

$$\textit{Viteza de rotație în zile} = \frac{360}{\textit{viteza de rotație în număr de rotații}}.$$

Pe baza acesteia, rezultă o mărime a indicatorului în anul de bază de 30 de rotații. În aceste condiții, în anul de plan se va înregistra o valoare de (30 + 6) = 36 rotații, respectiv durata unei rotații va fi de (360/36) = 10 zile.

6.2. Aplicând relația:

$$\textit{Durata de rotație} = \frac{\textit{element de activ (pasiv)}}{\textit{cifra de afaceri}} \cdot 360,$$

se pot obține nivelurile asociate fiecărui element de activ. Constatăm că nu dispunem de valoarea cifrei de afaceri necesare, care se poate însă deduce ușor pe baza aceleiași relații de calcul, cât timp sesizăm coincidența nivelurilor capitalului propriu și al celui social pentru o societate comercială nou înființată.

În aceste condiții, cifra de afaceri a noii societăți va înregistra o valoare de:

$$CA = \frac{CPR}{DR} \cdot 360 = \frac{1.000 \cdot 360}{240} = 1.500 \text{ u.m.}$$

În aceste condiții, rezultă nivelurile elementelor din bilanț (în lei):

$$\textit{element de activ (pasiv)} = \frac{\textit{Durata de rotație} \cdot \textit{cifra de afaceri}}{360} \text{ (vezi tabelul de mai jos)}$$

imobilizări nete	1.041,67	capitaluri proprii	1.000,00
stocuri și creanțe	416,67	datorii financiare	416,67
disponibilități	41,67	datorii de exploatare	83,33

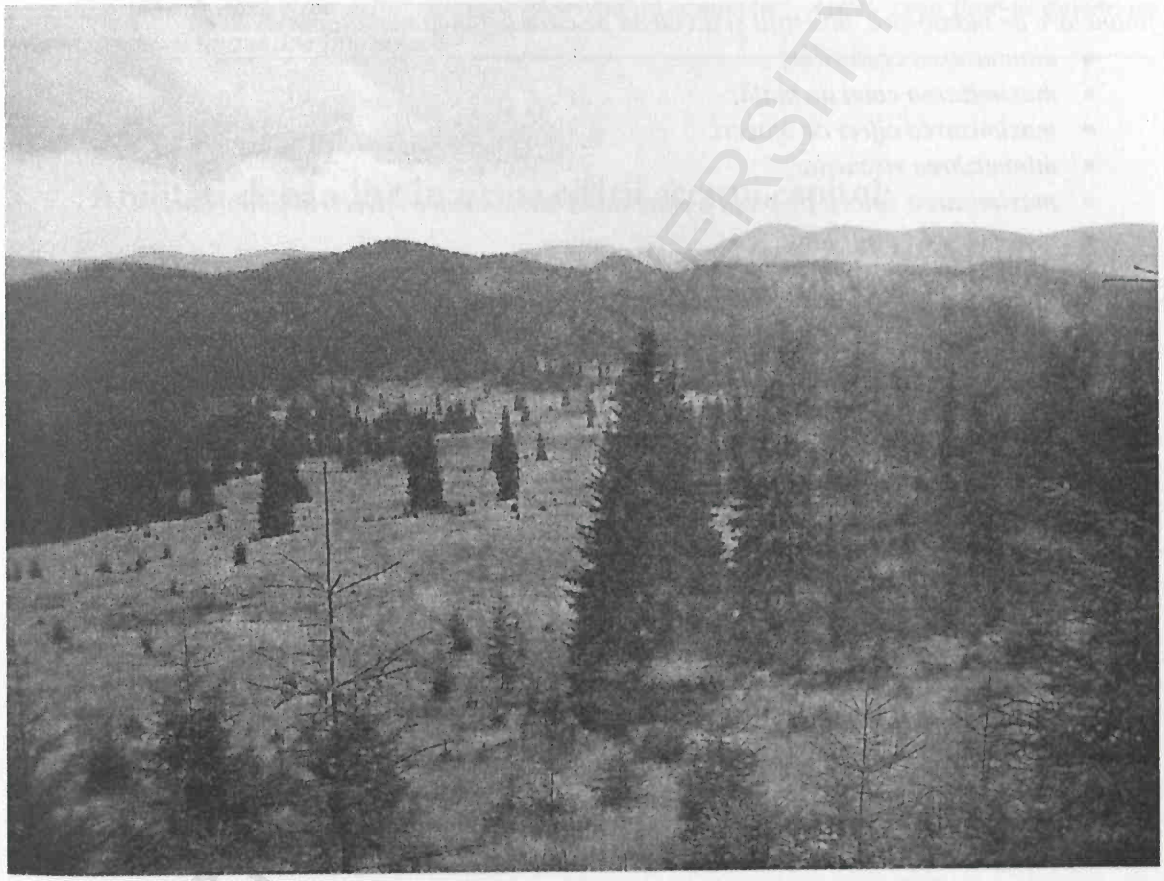
6.4. Pentru o imagine mai completă, se vor calcula mediile indicatorului pe fiecare companie. Se va ține cont și de tendințele înregistrate la nivelul fiecărui an de către sectorul de activitate.

Capitolul 7

Analiza cash flow-urilor*

Viaţa poate fi înţeleasă numai privind înapoi, dar trebuie trăită privind înainte.

Kierkegaard



BCU IASI - UNIVERSITY LIBRARY

* Autoarea acestui capitol mulţumeşte autoarei aceluiaşi capitol din prima ediţie a cărţii noastre, doamna prof. univ. dr. Anamaria Ciobanu, pentru multe aspecte legate de această problematică, discutate împreună la acel moment, precum şi în multe momente următoare. Eventualele erori aparţin autoarei.

Prin parcurgerea acestui capitol, veți înțelege importanța conceptului de flux de numerar, astfel că veți depăși mitul „maximizării profitului" și veți avea capacitatea de a evalua deciziile manageriale referitoare la politicile de finanțare, îndatorare, dividend, cuantificând nivelul de performanță al activității manageriale prin intermediul cash flow-ului de exploatare. În același timp, veți putea determina cash flow-urile utilizate în evaluarea companiei.

Analizați următoarea situație: ocupați funcția de manager la o companie. Deciziile financiare de îndatorare, investiții și dividend pe care le fundamentați pot avea ca obiectiv:

- *minimizarea costurilor;*
- *maximizarea cotei de piață;*
- *maximizarea cifrei de afaceri;*
- *minimizarea riscurilor;*
- *maximizarea valorii de piață a companiei (maximizarea averii acționarilor);*
- *maximizarea profitului;*
- *evitarea falimentului;*
- *menținerea ratei de creștere sustenabilă;*
- *maximizarea cash flow-ului;*
- *maximizarea rentabilității.*

Unele din aceste obiective sunt intangibile în contextul adoptării altor obiective (de exemplu, este greu de imaginat o situație în care se maximizează rentabilitatea și, în același timp, se minimizează riscurile), astfel că trebuie realizate compromisuri (revenind la același exemplu, se poate stabili un nivel acceptabil de risc și se urmărește maximizarea rentabilității sau se poate stabili un nivel dezirabil de rentabilitate și se urmărește minimizarea riscurilor).

Stabiliți pentru această companie seturi de obiective pentru următorii zece ani:

a) obiective pe termen scurt (sub un an);

b) obiective pe termen mediu (între unu-cinci ani);

c) obiective pe termen lung (peste cinci ani).

Evident că decizia de a vă focaliza pe un obiectiv sau altul trebuie să țină cont de situația concretă a companiei, de sectorul de activitate și de cadrul macroeconomic. De exemplu, dacă tocmai se desfășoară o criză economică, un obiectiv important, în alte vremuri de neconceput, ar putea fi evitarea falimentului, astfel că vor fi luate decizii de optimizare a procesului de producție-desfacere-vânzare care să vizeze minimizarea costurilor și supraviețuirea companiei pe perioada critică, după care vor fi luate măsurile pentru relansarea companiei.

Care considerați a fi, totuși, obiectivul major?

Un răspuns des întâlnit printre studenții noștri: „Maximizarea profitului!" OK. Să presupunem că ați reușit în obiectivul urmărit, maximizarea profitului, dar nu aveți lichidități. Cu banii disponibili, nu cu profitul, faceți plățile![1]

Există companii profitabile care au probleme cu lichiditățile? Există companii în pierdere care au lichidități? Evident! Care ar fi explicația? Profitul se determină ca diferență între venituri și cheltuieli. Cash flow-ul (fluxul de lichidități) se determină ca diferență între încasări și plăți. O parte din venituri și cheltuieli nu implică încasări, respectiv plăți, la fel cum și unele

[1] Acest subiect profit versus cash flow a fost dezbătut deja în capitolul 1 al acestei cărți.

încasări şi plăţi provin din alte activităţi decât cea de exploatare. Astfel că o atenţie deosebită trebuie acordată fluxului de numerar, scadenţei încasărilor şi plăţilor.

Revenind, care este obiectivul principal al managerului?

Un răspuns acceptat atât în mediul academic, cât şi în cel practic, este „maximizarea/ creşterea valorii de piaţă a companiei". Acest obiectiv este acceptat a fi major pentru că include toate celelalte obiective, considerate a fi intermediare, pe diferite termene, dar şi pentru că vizează interesul acţionarilor, proprietari ai companiei.

Valoarea de piaţă a companiei este o oglindă a percepţiei investitorilor referitoare la viitorul companiei. Toate actualele decizii de finanţare, investiţii, dividend influenţează evoluţia viitoare a companiei. Concret, valoarea actuală a companiei se poate estima şi ca valoare actuală a tuturor cash flow-urilor viitoare generate de companie[2]*. Astfel, cash flow-ul devine un subiect esenţial în analiza financiară.*

Abilităţi dobândite în urma citirii acestui capitol:

- Înţelegerea circuitului fluxurilor de numerar;
- Identificarea corelaţiilor între cash flow şi modificarea posturilor de activ şi pasiv din bilanţ şi veniturile şi cheltuielile din contul de profit şi pierdere;
- Abilitatea de a construi un tablou de finanţare;
- Identificarea surselor de lichidităţi şi a utilizărilor de lichidităţi pe termen lung şi scurt;
- Identificarea încasărilor şi plăţilor aferente activităţilor de exploatare, finanţare şi investiţii;
- Înţelegerea semnificaţiei tabloului de finanţare şi a tabloului fluxurilor de trezorerie;
- Identificarea potenţialelor corelaţii între cash flow-ul generat de companie din activităţile de exploatare, finanţare şi investiţii;
- Identificarea fluxurilor de numerar din perspectiva evaluării întreprinderii.

[2] Vezi subcapitolul 1.1.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

7.1. Fluxurile de numerar

Procesul de producție al unei companii implică un circuit complex al fluxurilor de numerar (*cash flows*, în engleză). Operațiunile înregistrate de companie pot fi grupate în următoarele categorii:

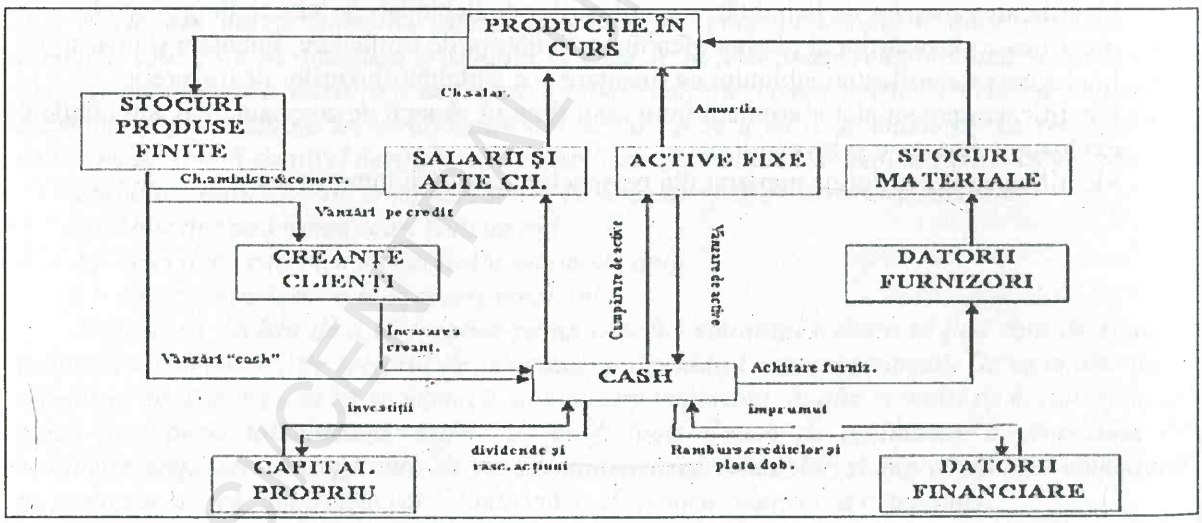
- generatoare de fluxuri imediate – de exemplu, venituri și cheltuieli generatoare de fluxuri imediate de încasări și plăți (încasarea vânzărilor, plata salariilor), încasări și plăți generate de decizia de finanțare sau de investiții;
- generatoare de fluxuri ulterioare – de exemplu, încasarea ulterioară a vânzărilor, plata ulterioară a furnizorilor;
- negeneratoare de fluxuri monetare (venituri și cheltuieli calculate, numite nemonetare) – de exemplu, ajustarea valorii imobilizărilor și a activelor circulante.

Trezoreria unei companii, respectiv cash flow-ul, sunt afectate doar de operațiunile din a doua categorie – generatoare de fluxuri imediate. Cele generatoare de fluxuri ulterioare vor afecta trezoreria și cash flow-urile viitoare ale companiei.

$$TN_{finală} = TN_{inițială} + încasări - plăți, \quad (7.1)$$

$$CF = \Delta TN = încasări - plăți. \quad (7.2)$$

Modul în care aceste fluxuri de numerar sunt formate și utilizate în cadrul întreprinderii este surprins în schema următoare[3]:



Schema 7.1. **Formarea și utilizarea fluxurilor de numerar în întreprindere**

Pornind de la schema de mai sus, putem sintetiza circuitele de atragere și utilizare a numerarului în funcție de activitatea corespunzătoare:

(a) activitatea de finanțare – desfășurată conform politicii de finanțare și de dividend a companiei – este evidențiată în partea inferioară a schemei 7.1.

[3] O schemă similară în care sunt surprinse legăturile dintre informațiile cuprinse în bilanț – cont de profit și pierdere – cash flow este prezentată în lucrarea lui Keynes, Milton, *Managing financial resources and performance*, The Open University Business School, United Kingdom, 2011, p. 102.

Astfel, compania atrage numerar de la acționari (prin emisiune de acțiuni) și de la creditori (prin contractare de noi credite). Pe de altă parte, compania utilizează lichidități pentru răscumpărare de acțiuni și plata dividendelor, fluxuri de plăți către acționari, și pentru rambursarea datoriilor financiare, fluxuri de plăți către creditori;

(b) activitatea de exploatare și cea de investiții – sunt evidențiate în partea superioară a schemei 7.1, reprezentând ***circuitul capitalului de lucru (al activului curent net)*** și ***circuitul activelor imobilizate.***

Utilizând numerarul disponibil, generat din procesele de producție anterioare sau atras de la stakeholderii acesteia, sunt realizate plățile pentru achiziționarea de materii prime, materiale consumabile, servicii necesare producției și salariile personalului productiv; sunt achitate impozitele și taxele datorate. Produsele obținute în urma procesului de producție sunt vândute către clienți, de la care se încasează la momentul vânzării (vânzare cu încasare de numerar) sau la un moment ulterior (vânzare pe credit comercial), ceea ce implică transformarea stocului de produse finite în numerar sau în creanțe. Acest circuit de conversie a numerarului are la bază activitatea de exploatare a întreprinderii.

Achiziționarea activelor imobilizate, respectiv a echipamentelor, clădirilor și terenurilor necesare în procesul de producție, implică utilizarea (diminuarea) numerarului întreprinderii, reconstituirea (creșterea) acestuia înregistrându-se la vânzarea produselor finite fabricate prin utilizarea imobilizărilor. Cheltuielile cu amortizarea, calculate pentru activele imobilizate, al căror scop este acoperirea uzurii lor, se regăsesc în prețul de vânzare al produselor finite. În această situație, circuitul de conversie a numerarului are la bază politica de investiții a întreprinderii. În urma conversiei numerarului în cadrul celor două circuite, se urmărește majorarea lichidităților.

În cadrul politicii de finanțare se înregistrează fluxuri pentru echilibrarea utilizărilor de lichidități cu resursele de numerar, prin atragerea de resurse (lichidități) de la investitori (acționari și creditori).

Toate cele trei circuite se întrepătrund, disfuncționalitățile unuia putând genera dezechilibre în lanț. De exemplu, colectarea necorespunzătoare a creanțelor – încasarea după termenul stabilit contractual sau chiar înregistrarea de pierderi din neîncasare[4] – va genera diminuarea numerarului din cadrul activității de exploatare, ceea ce va necesita creșterea resurselor atrase din alte activități (de investiții și de finanțare) pentru obținerea de lichidități necesare susținerii aceluiași nivel de producție. Efectele în lanț ale acestui dezechilibru vor fi: creșterea costului aferent resurselor atrase, deci și a costului total de producție. Astfel, lichiditățile create de întreprindere din activitatea de exploatare se diminuează, generând un cerc vicios al lipsei de numerar. Se pot adopta măsuri specifice, implicând soluții la criza de lichidități prin aplicarea cărora se urmărește refacerea temporară a echilibrului: reducerea cheltuielilor salariale, amânarea plății datoriilor de exploatare (către furnizori, către stat, diminuarea plăților către investitori – către proprietari, prin amânarea distribuirii de dividende sau prin reducerea mărimii acestora, sau către creditori, prin amânarea plății ratelor și a dobânzilor aferente creditelor contractate). Toate aceste soluții implică rezolvarea temporară a dezechilibrului generat de lipsa de lichidități, generând însă noi probleme (în relația companiei cu furnizorii, statul, acționarii și/sau creditorii), reconstituirea echilibrului general la nivelul întreprinderii implică eliminarea cauzei principale a dezechilibrului.

În același context, se pot analiza și alte situații generatoare de dezechilibre la nivelul circuitului fluxurilor de lichidități[5]:

[4] Situații des întâlnite în cazul întreprinderilor românești din cauza blocajelor financiare din cadrul economiei naționale.

[5] Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Obreja, Laura; Dragotă, Mihaela, *Management financiar*, Editura Economică, București, 2003.

– gestiunea necorespunzătoare a stocurilor de materii prime şi materiale consumabile sau a celor de produse finite (de exemplu, o durată a ciclului de conversie a numerarului prea mare)[6];

– diminuarea termenului de plată a furnizorilor;

– creşterea rapidă a întreprinderii (a cifrei de afaceri şi a activelor necesare asigurării capacităţii de producţie suplimentare) peste posibilităţile reale de finanţare;

– atragerea de resurse de finanţare cu costuri prea mari, peste nivelul posibilităţilor existente de remunerare.

Creşterea stocurilor implică un surplus de lichidităţi imobilizate la nivelul activităţii de exploatare. Această situaţie poate fi consecinţa unei gestiuni defectuoase prin constituirea unor stocuri cu mult mai mari faţă de necesarul impus pentru asigurarea fluidităţii producţiei şi vânzării. O mărime supradimensionată a stocurilor de materii prime, de producţie în curs de execuţie sau de produse finite poate fi consecinţa unei lipse de eficienţă din cadrul procesului de aprovizionare, producţie, sau vânzare. Dacă este o problemă generată de gestiunea deficitară a stocurilor, fluxurile de lichidităţi pot fi „eliberate" din starea lor de stoc prin adoptarea măsurilor de îmbunătăţire de la nivelul managementului activităţilor de aprovizionare, producţie, vânzare. Dacă însă creşterea stocurilor este consecinţa extinderii capacităţii de producţie a întreprinderii, este un efect natural, firesc al dezvoltării întreprinderii. În această situaţie, dezavantajul utilizării suplimentare de lichidităţi va fi compensat prin avantajul creşterii încasărilor din vânzarea produselor finite. Esenţial pentru întreprindere este să existe sau să poată fi atrase suficiente resurse pentru a completa golul de trezorerie şi decalajul dintre plăţi şi încasări.

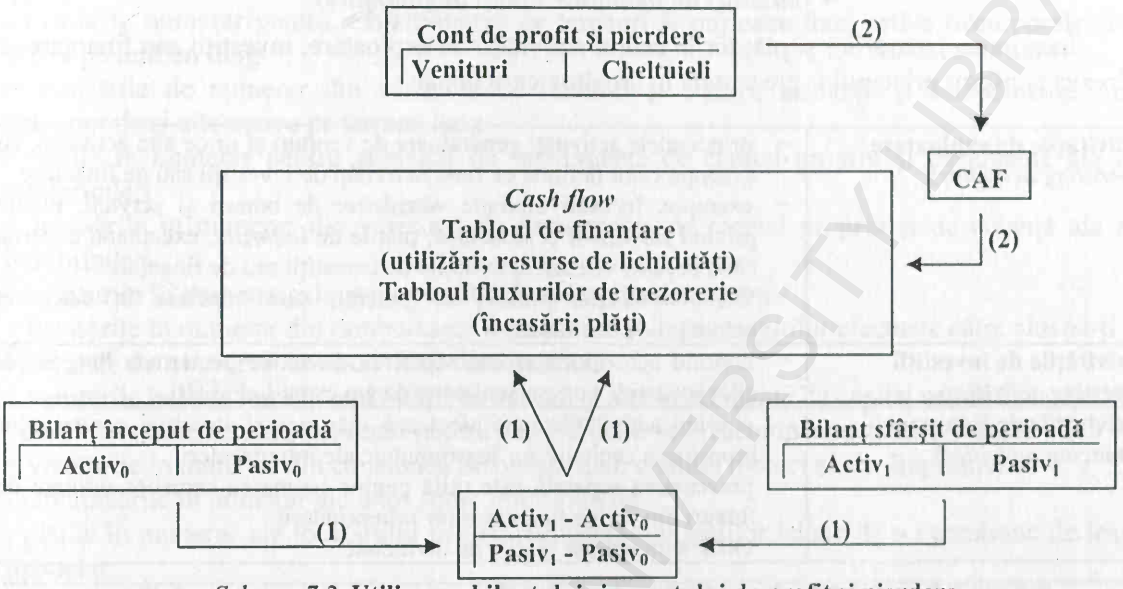
Pentru a identifica realele cauze generatoare de dezechilibrul fluxului de numerar într-o întreprindere, se impune detalierea fluxurilor respective pe surse de proveniență şi alocări de resurse. Mărimea variaţiei trezoreriei întreprinderii (cash flow-ul total al întreprinderii) oferă doar indicii privind valoarea cash flow-ului rezultat din întreaga activitate desfăşurată de întreprindere, respectiv din ansamblul de activităţi de exploatare, finanţare şi investiţii. Acesta se mai poate calcula ca diferenţă între încasările (*inflow*-urile) şi plăţile (*outflow*-urile) efectuate de compania respectivă pe parcursul întregului exerciţiu financiar.

Veniturile şi cheltuielile din cadrul contului de profit şi pierdere sunt consecinţa unei contabilităţi de angajamente, ceea ce presupune înregistrarea veniturilor şi cheltuielilor la momentul facturării de către companie, şi nu în momentul încasării, respectiv plăţii lor. Drept urmare, contul de profit şi pierdere reflectă o parte din fluxurile de numerar potenţiale, rezultatul exerciţiului putând fi foarte diferit de numerarul suplimentar înregistrat în trezoreria întreprinderii. Elementele prin care se justifică diferenţa dintre profit şi cash flow sunt:

- veniturile şi cheltuielile cu fluxuri monetare ulterioare (venituri şi cheltuieli facturate dar care urmează a fi încasate, respectiv plătite);
- veniturile şi cheltuielile calculate (amortizări şi provizioane constituite sau reluate), ce nu implică intrări sau ieşiri de numerar în/din trezoreria întreprinderii;
- veniturile din producţia imobilizată, respectiv cea stocată, care nu pot fi asimilate unor fluxuri de numerar din moment ce produsele respective sunt reţinute şi folosite în cadrul întreprinderii sau stocate. Doar valorificarea lor pe piaţă generează fluxuri de numerar. Ca urmare, chiar dacă aceste elemente de venituri apar menţionate în contul de profit şi pierdere, nu se va ţine seama de acestea în analiza fluxurilor de trezorerie;
- o serie de intrări şi ieşiri de numerar (atragerea de resurse de la acţionari şi creditori, respectiv rambursarea lor), care nu sunt înregistrate în conturile de venituri şi cheltuieli, alimentând în mod direct rubricile corespunzătoare din cadrul bilanţului societăţii comerciale.

[6] Câteva detalii despre managementul stocurilor sunt prezentate în capitolul 6 al acestei cărţi. Vom reveni asupra acestor aspecte şi în volumul al treilea al acestei lucrări.

În concluzie, cele două situații financiare, contul de profit și pierdere și bilanțul, prin modificările înregistrate reflectă în mod direct sau indirect volumul fluxurilor de numerar implicate în procesul de producție al întreprinderii[7].



Schema 7.2. **Utilizarea bilanțului și a contului de profit și pierdere pentru construirea tabloului de finanțare**

În cadrul schemei de mai sus, sunt prezentate relațiile dintre cash flow și bilanț (1) și dintre cash flow și contul de profit și pierdere (2).

Lipsa de lichidități este un factor cu importanță mai mare decât rentabilitatea scăzută în cadrul topului cauzelor falimentului întreprinderilor[8], astfel că documentele prin care sunt evidențiate sursele și utilizările de lichidități, respectiv încasările și plățile conform surselor de proveniență, sunt de o relevanță covârșitoare în fundamentarea deciziilor financiare.

Analiza cash flow-urilor se poate realiza prin utilizarea tabloului fluxurilor de trezorerie și a tabloului de finanțare.

7.2. Situația fluxurilor de trezorerie

Tabloul fluxurilor de trezorerie (engl. *Cash flow Statement*) explică variația trezoreriei nete în cadrul activităților: de exploatare (CF exploatare), de investiții (CF investiții) și de finanțare (CF finanțare). Utilizarea acestui document este esențială pentru evaluarea capacității întreprinderii de a degaja lichidități, determinarea necesităților de lichidități, previziunea scadențelor și a riscului încasărilor viitoare, compararea rezultatelor întreprinderii, prin eliminarea efectelor utilizării diferitelor metode contabile.

[7] O schemă similară în care sunt surprinse legăturile dintre informațiile cuprinse în bilanț – cont de profit și pierdere – cash flow este prezentată în Keynes, Milton, *Managing financial resources and performance*, The Open University Business School, United Kingdom, 2011, p. 72.

[8] Mai multe detalii în Kenley, Russell, *Financing Construction: Cash Flows and Cash Farming*, Taylor and Francis e-Library, 2005.

$$CF = \Delta TN = CF\ exploatare + CF\ investiții + CF\ finanțare =$$
$$= (încasări\ de\ exploatare - plăți\ de\ exploatare) + (încasări\ de\ investiții - plăți\ de\ investiții) +$$
$$+ (încasări\ de\ finanțare - plăți\ de\ finanțare) \quad (7.3)$$

Încadrarea încasărilor şi plăților în cadrul activității de exploatare, investiții sau finanțare se realizează conform principiilor prezentate în următoarea schemă:

Activitățile de exploatare (*operating activities*)	– principalele activități generatoare de venituri şi orice alte activități, cu excepția celor definite ca fiind activități de investiții sau de finanțare – exemple: încasări aferente ***vânzărilor*** de bunuri şi servicii; plățile privind ***furnizorii*** şi ***salariații***; plățile de ***impozite***, exceptând cazurile când acestea vizează activitățile de investiții sau de finanțare – OBS: ***dobânzile plătite***, în general, sunt cuprinse în categoria activității de exploatare
Activitățile de investiții (*investing activities*)	– cuprind achiziționarea sau vânzarea de active pe termen lung sau a altor investiții care nu sunt considerate cvasi-lichidități
Activitățile de finanțare (*financing activities*)	– cuprind activitățile care afectează mărimea şi structura capitalurilor proprii şi a capitalurilor împrumutate ale întreprinderii – prezentarea separată este utilă pentru estimarea cererilor viitoare de fluxuri din partea finanțatorilor întreprinderii – OBS: sunt incluse plățile de dividende

Schema 7.3. **Activitățile de exploatare, investiții, finanțare generatoare de cash flow**

Reglementările legale în vigoare din România[9] consacră două metode de întocmire a acestei situații financiare: metoda directă, respectiv metoda indirectă. Diferența dintre acestea constă în modul de reflectare a fluxurilor de numerar implicate de activitatea de exploatare a întreprinderii. Metoda directă, aşa cum se poate vedea şi din tabelul de mai jos, detaliază intrările şi ieşirile de numerar aferente activității de exploatare a întreprinderii. Metoda indirectă porneşte în calcul de la rezultatul net şi îl corectează în funcție de veniturile şi cheltuielile calculate (vezi tabelul 7.1).

Tabelul 7.1

Situația fluxurilor de trezorerie

SITUAȚIA FLUXURILOR DE TREZORERIE
Metoda directă
Fluxurile de numerar din activități de exploatare
+ încasările în numerar din vânzare de bunuri şi prestare de servicii
+ încasările în numerar provenite din redevențe, onorarii, comisioane şi alte venituri
- plățile în numerar către furnizorii de bunuri şi servicii
- plățile în numerar către şi în numele angajaților
- plățile în numerar aferente dobânzilor
-/(+) plățile în numerar (restituiri) de impozit pe profit, doar dacă nu pot fi identificate în mod specific cu activitățile de investiții şi de finanțare
Metoda indirectă
Fluxurile de numerar din activități de exploatare
+ rezultatul net

[9] Vezi IAS 7 Situația fluxurilor de numerar.

- modificările pe parcursul perioadei ale capitalului circulant
+ ajustări pentru elementele nemonetare şi alte elemente incluse la activităţile de investiţii sau de finanţare

Fluxurile de numerar din activităţi de investiţii
- plăţile în numerar pentru achiziţionarea de terenuri şi mijloace fixe, active necorporale şi alte active pe termen lung
+ încasările de numerar din vânzarea de terenuri şi clădiri, instalaţii şi echipamente, active necorporale şi alte active pe termen lung
- plăţile în numerar pentru achiziţia de instrumente de capital propriu şi de creanţă ale altor întreprinderi
+ încasările în numerar din vânzarea de instrumente de capital propriu şi de creanţă ale altor întreprinderi
- avansurile în numerar şi împrumuturile efectuate către alte părţi
+ încasările în numerar din rambursarea avansurilor şi împrumuturilor efectuate către alte părţi

Fluxurile de numerar din activităţi de finanţare
+ veniturile în numerar din emisiunea de acţiuni şi alte instrumente de capital propriu
- plăţile în numerar către acţionari pentru a achiziţiona sau răscumpăra acţiunile întreprinderii
+ veniturile în numerar din emisiunea de obligaţiuni, credite, ipoteci şi alte împrumuturi
- rambursările în numerar ale unor sume împrumutate
- plăţile în numerar ale locatarului pentru reducerea obligaţiilor legate de o operaţiune de leasing financiar

Fluxuri de numerar total (CF = CF exploatare + CF investiţii + CF finanţare)

Numerar la începutul perioadei (TN_0)

Numerar la finele perioadei ($TN_1 = TN_0 + CF$)

Sursa: IAS 7 Situaţia fluxurilor de numerar.

În cazul în care structura bilanţului şi a contului de profit şi pierdere nu este foarte dezvoltată, se aplică formulele simplificate de calcul ale cash flow-urilor în cadrul activităţilor. Construirea tabloului fluxurilor de numerar presupune utilizarea informaţiilor din bilanţul de început şi sfârşit de an şi a unor informaţii din contul de profit şi pierdere, pentru a identifica resursele şi utilizările de lichidităţi[10].

Astfel, mărimea fluxurilor de numerar din activităţile de exploatare, întâlnite în literatura de specialitate şi cu titulatura de cash flow operaţional (în engleză, *cash flows from operating activities*) este aproximată prin formula:

$$CF\ exploatare = profit\ net + Cheltuieli\ cu\ amortizarea - \Delta NFR - Venituri\ financiare\ încasate$$
$$= CAF - \Delta NFR - Venituri\ financiare\ încasate \quad (7.4)$$

Mărimea pozitivă a cash flow-ului de exploatare indică performanţa companiei de a genera încasări de exploatare mai mari decât plăţile aferente activităţii de exploatare, iar din această sursă de lichidităţi se vor acoperi necesităţile de finanţare aferente activităţilor de investiţii şi finanţare. Nivelul negativ al cash flow-ului de exploatare indică serioase probleme în gestiunea financiară a companiei, deoarece activitatea de bază, în loc să genereze lichidităţi necesare remunerării investitorilor şi realizării de investiţii pentru dezvoltarea viitoare a întreprinderii, are nevoie de lichidităţi pentru acoperirea decalajului nefavorabil dintre încasări şi plăţi. O astfel de situaţie

[10] Pentru mai multe explicaţii, vezi Helfert, Erich, *Financial Analysis Tools and Techniques – A guide for managers*, McGraw-Hill, 2001, p. 43.

trebuie remediată prin identificarea cauzei şi formularea de soluţii. Dacă este consecinţa unui decalaj nefavorabil între încasări şi plăti, soluţia ar putea fi reprezentată de îmbunătătirea gestiunii stocurilor, creanţelor şi a datoriilor de exploatare, prin măsuri specifice: modificarea procesului de aprovizionare, producţie, vânzare în vederea scăderii duratei de rotaţie a stocurilor, renegocierea termenelor de încasare a creanţelor şi de plată a datoriilor de exploatare. Cash flow-ul negativ poate fi însă consecinţa lipsei de performanţă a companiei, caz în care se impun soluţii „mai drastice" – de exemplu realizarea de investiţii pentru retehnologizarea procesului de producţie în vederea scăderii cheltuielilor de exploatare sau în vederea creşterii productivităţii. În acest caz, aplicarea soluţiei implică atragerea de lichidităţi suplimentare necesare finanţării investiţiei, care se poate realiza prin dezinvestire (vânzarea activelor imobilizate care nu sunt utilizate eficient sau care vor fi înlocuite) sau prin aport suplimentar din partea investitorilor, acţionari sau creditori.

Fluxurile de numerar din activitatea de investiţii, întâlnite în literatura de specialitate şi sub denumirea de cash flow din activitatea de investiţii (în engleză, *cash flows from investing activities*) sunt estimate cu ajutorul formulei de calcul:

$$CF \text{ investiții} = -(Imobilizări_1 - Imobilizări_0 + Cheltuieli \text{ cu amortizarea}) + Venituri \text{ financiare încasate} = -\Delta Imobilizări \text{ brute} + Venituri \text{ financiare încasate}, \quad (7.5)$$

unde:

Imobilizări$_1$ – mărimea activelor imobilizate (netă de amortizare) în proprietatea întreprinderii la sfârşitul exerciţiului financiar;

Imobilizări$_0$ – mărimea activelor imobilizate (netă de amortizare) în proprietatea întreprinderii la începutul exerciţiului financiar;

Cheltuieli cu amortizarea – cheltuielile cu amortizarea calculată de întreprindere în exerciţiul financiar respectiv;

Venituri financiare încasate – încasări generate de veniturile financiare, rezultate din deţinerea de imobilizări financiare.

Mărimea pozitivă a acestui cash flow indică realizarea de dezinvestiţii de întreprindere, ceea ce este echivalent cu intrări de numerar în trezoreria acesteia. Dezinvestirea poate avea ca scop vânzarea unor active imobilizate neutilizate ca urmare a gradului de degradare sau ca urmare a restrângerii activităţii companiei, fie vânzarea generată de necesitatea de procurare de lichidităţi. Dacă vânzarea are ca scop eliminarea din gestiunea companiei a activelor uzate, acestea trebuie sau au fost deja înlocuite, astfel că vor implica în anii realizării investiţiei cash flow-uri de investiţii negative. Ultima situaţie implică mari probleme în gestiunea financiară a companiei; la această soluţie se apelează după ce alte variante de atragere de fonduri (contractare de credite sau emisiune de acţiuni) nu mai sunt disponibile.

Nivelul negativ al cash flow-ului de investiţii reprezintă o alocare de fonduri din trezoreria companiei pentru efectuarea de investiţii şi ar trebui să genereze creşterea cash flow-ului de exploatare din următoarele perioade, în care se exploatează investiţiile realizate. Variaţia activelor imobilizate generată de reevaluarea acestora nu este considerată o componentă a cash flow-ului din activitatea de investiţii, această operaţiune neavând incidenţă asupra trezoreriei întreprinderii.

Fluxurile de numerar din activităţi de finanţare, întâlnite în literatura de specialitate şi sub denumirea de cash flow din activitatea de finanţare (în engleză, *cash flows from financing activities*) pot fi determinate cu ajutorul următoarei formule de calcul:

$$CF \text{ finanțare} = \Delta capital \text{ social} - dividende \text{ plătite} + noi \text{ credite} - rambursări \text{ de credite} = \Delta capital \text{ propriu} - PN + \Delta datorii \text{ financiare}, \quad (7.6)$$

unde:

Δcapital social – variația capitalului social ca rezultat al emisiunii de noi acțiuni sau al răscumpărării unei părți a acțiunilor existente. Nu se iau în calcul modificările capitalului social ca efect al reevaluărilor activelor imobilizate (prin incorporarea în cadrul lor a diferențelor din reevaluare) sau al acumulărilor de profituri nerepartizate;

Δdatorii financiare – variația mărimii împrumuturilor contractate de la terți[11] de întreprindere (atragerea de noi împrumuturi financiare sau rambursarea celor existente). În această categorie nu intră decalajele de plăți ale întreprinderii către furnizori, salariați, stat, asociați, care sunt înscrise în cadrul datoriilor de exploatare, deci aparțin activității de exploatare.

O mărime pozitivă a cash flow-ului din activitatea de finanțare indică alimentarea trezoreriei întreprinderii cu resurse de finanțare atrase de la acționarii și creditorii acesteia. În perioadele următoare ar fi de așteptat o mărime negativă a cash flow-ului de finanțare, ca urmare a remunerării acționarilor și rambursării creditelor financiare. În plus, dacă valoarea pozitivă a cash flow-ului de finanțare este însoțită de valoarea negativă a cash flow-ului de investiții, este o situație normală; resursele atrase de la finanțatori sunt utilizate pentru dezvoltarea companiei. Dacă însă sunt resurse atrase pentru a acoperi golul de lichidități generat de activitatea de exploatare, sunt semne ale unei gestiuni ineficiente a companiei.

Studiul de caz 7.1

Compania Curcubeu a înregistrat în anul N+1 un profit net de 1.008 mii RON, în timp ce capacitatea de autofinanțare este de 1.374 mii RON, iar cash flow-ul de 102 mii RON.

Având în vedere decalajul dintre profitul net și cash flow, se poate spune despre această companie că are probleme cu lichiditățile?

Dacă sunt, problemele nu sunt foarte grave, căci totuși încasările sunt mai mari decât plățile... dar nu se poate da un răspuns fără o analiză a modului de formare și utilizare a lichidităților.

Pentru analiza cash flow-urilor din anul N+1 vom utiliza informații din bilanțurile de început și sfârșit de an și din contul de profit și pierdere aferent anului N+1.

În tabelele următoare sunt sintetizate informațiile importante rezultate din prelucrarea documentelor contabile:

Tabelul 7.2

Informații din bilanț și contul de profit și pierdere pentru compania Curcubeu

– mii RON –

Informații bilanț	*N*	*N+1*	*Δ*		*N*	*N+1*	*Δ*
active imobilizate	**2.040**	**2.760**	*720*	**datorii pe termen scurt**	**414**	**540**	*126*
imobilizări necorporale	300	450	*150*	datorii comerciale	333	420	*87*
imobilizări corporale	1.500	1.950	*450*	alte datorii	81	120	*39*
imobilizări financiare	240	360	*120*	**active circulante nete**	**450**	**666**	*216*
active circulante	**864**	**1.206**	*342*	**datorii termen lung**	**675**	**1.140**	*465*
stocuri de materii prime	180	240	*60*	sume datorate instituțiilor de credit	675	1.140	*465*

[11] Este vorba despre împrumuturile din emisiunea de obligațiuni, sume datorate instituțiilor de credit, sume datorate societăților din cadrul grupului, sume datorate privind interesele de participație.

BCU IASI CENTRU UNIVERSITAR LIBRARY

stocuri de produse finite	120	210	*90*
creanțe comerciale	300	375	*75*
alte creanțe	30	45	*15*
investiții financiare pe termen scurt	30	36	*6*
casa și conturi la bănci	204	300	*96*
Activ	**2.904**	**3.966**	***1.062***

capital și rezerve	**1.815**	**2.286**	*471*
capital social	1.155	1.776	*621*
rezerve	660	510	*-150*
Pasiv	**2.904**	**3.966**	***1.062***

Informații din CPP necesare calculării CF

(mii RON)	*N+1*
CAF	**1.374**
amortizări și provizioane	**366**
venituri financiare	**210**
dividende	**537**

În tabelul următor este descompus CF total pe cele trei componente – de exploatare, de investiții și de finanțare (acest tablou al fluxurilor se poate construi utilizând informațiile din bilanțul și contul de profit și pierdere pentru anul N+1 al companiei Curcubeu).

Tabelul 7.3

Tabloul fluxurilor de trezorerie pentru compania Curcubeu în anul *N+1*

– mii RON –

CF de exploatare	
metoda directă	**1.050**
încasări din vânzări (CA – Δcreanțe comerciale)	**1.980**
plata aprovizionărilor (cheltuieli materii prime + Δstocuri materii prime – Δdatorii comerciale)	**468**
plata salariilor (cheltuieli personal)	**150**
plata altor cheltuieli de exploatare (alte cheltuieli exploatare + Δalte creanțe – Δalte datorii – rezultat extraordinar)	**0**
plata dobânzilor (cheltuieli financiare)	**120**
plată impozit pe profit	**192**
metoda indirectă	**1.050**
CAF	1.374
– ΔNFR	114
– venituri financiare încasate	210
CF de investiții	**- 876**
- Δimobilizări brute	1.086
+ venituri financiare încasate	210
CF de finanțare	**-72**
Δcapital propriu	471

BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITY LIBRARY

- profit net	1.008
+ Δ datorii financiare	465
CF	**102**

În cazul companiei Curcubeu, pentru anul N+1, se constată sursa diferenţelor dintre profitul net, capacitatea de autofinanţare şi cash flow: profitul net este 1.008 mii RON, capacitatea de autofinanţare este de 1.374 mii RON, iar cash flow-ul este 102 mii RON. Interesant este că mărimea cash flow-ului este de aproximativ 10,12% din mărimea profitului net şi de doar 7,42% din mărimea capacităţii de autofinanţare. Care este explicaţia pentru această situaţie? Din analiza structurii cash flow-ului, se pot identifica factorii determinanţi ai acestei situaţii: activitatea de exploatare este eficientă, generând un cash flow de exploatare este de 1.050. Totalul cash flow-ului este de doar 102 ca urmare a activităţilor de investiţii şi finanţare, care generează cash flow-uri negative. Mărimea cash flow-ului de investiţii de (-876) mii RON indică adoptarea de proiecte importante de investiţii în acest an, din a căror exploatare viitoare se poate spera la o creştere a performanţei de exploatare, respectiv la creşterea cash flow-ului de exploatare. Mărimea cash flow-ului de finanţare este de (-72) mii RON, ceea ce este expresie a remunerării investitorilor prin distribuirea de dividende şi rambursarea de credite.

Structura cash flow-ului oferă informaţii esenţiale despre gestiunea financiară a companiei. Întreprinderi care au mărimi similare ale cash flow-ului, pot avea situaţii cu totul diferite.

Să considerăm exemplul următor, în care, prin comparaţie cu compania Xuxu, presupunem alte şase companii cu acelaşi nivel al cash flow-ului total, dar cu structuri diferite.

Studiul de caz 7.2. Analiza cash flow-ului în funcţie de structura acestuia

Tabelul 7.4

Diferite structuri ale cash flow-ului

– mii RON –

	Compania Xuxu	acelaşi CF, dar cu altă structură de formare					
		A	B	C	D	E	F
CF de exploatare	**1.050**	**102**	**402**	**-198**	**1.002**	**402**	**252**
CF de investiţii	**-876**	**0**	**0**	**0**	**0**	**-450**	**-600**
- Δimobilizări brute	1.086					450	600
+ venituri financiare încasate	210						
CF de finanţare	**-72**	**0**	**-300**	**300**	**-900**	**150**	**450**
emisiune de acţiuni							150
- plata dividendelor	537				600		
+ noi credite	465			300		150	300
- rambursări de credite			300		300		
CF	**102**	**102**	**102**	**102**	**102**	**102**	**102**

Din exemplul de mai sus devine evident conţinutul informaţional al tabloului fluxurilor de trezorerie – companii cu aceeaşi mărime a cash flow-ului total pot fi atât de diferite! Să analizăm extremele: compania Xuxu îşi permite remunerarea acţionarilor prin distribuirea de dividende în valoare de 537; contractează noi credite şi are şi suficiente lichidităţi obţinute din activitatea de exploatare pentru a realiza investiţii în imobilizări, care vor genera, probabil, creşterea performanţelor de exploatare ale acestei companii. La extrema cealaltă, compania C nu reuşeşte să genereze lichidităţi din exploatare; nu face investiţii, deci nici viitorul nu se poate îmbunătăţi, şi contractează noi credite pentru acoperirea golului de trezorerie. Şi totuşi au acelaşi cash flow total!

Suma tuturor fluxurilor de numerar se va regăsi în trezoreria întreprinderii, variația mărimii sale indicând intrările, respectiv ieşirile nete de lichidități: creşterea trezoreriei nete (soldul final > soldul inițial) indică intrări de numerar mai mari decât ieşirile, iar scăderea trezoreriei nete (soldul final < soldul inițial) indică intrări de numerar mai mici decât ieşirile. Prin analiza structurii fluxurilor de lichidități se pot identifica factorii care au condus la această situație. De exemplu, majorarea numerarului din trezoreria netă a întreprinderii poate fi rezultatul:

- unei activități de exploatare eficiente, cu costuri mici, respectiv o rentabilitate ridicată a resurselor investite;
- unei gestiuni mai bune a creanțelor comerciale şi a stocurilor întreprinderii;
- vânzării unor imobilizări corporale, necorporale sau financiare din proprietatea întreprinderii;
- atragerii de resurse financiare de la acționari prin emisiune de acțiuni;
- atragerii de resurse financiare de la creditori prin contractare de noi credite.

După părerea noastră, evoluția favorabilă pe termen lung se poate susține prin primele două situații, celelalte având doar efect temporar, menținerea trezoreriei la un nivel ridicat depinzând de deciziile managementului privind utilizarea surplusului de numerar.

Analiza pe baza descompunerii fluxurilor de numerar pe cele trei activități – exploatare, investiții şi finanțare – oferă o imagine mai clară a cauzelor evoluției favorabile sau nefavorabile a nivelului trezoreriei nete a întreprinderii. Astfel, scăderea trezoreriei ($\Delta TN < 0$) poate fi o situație ce ține de politica financiară sau de investiții a întreprinderii pentru acel exercițiu financiar ($CF_{inv} < 0$ sau $CF_{fin} < 0$), sau poate fi o problemă de management, de ineficiență a activității de exploatare ($CF_{exp} < 0$).

7.3. Tabloul de finanțare

Tabloul de finanțare, numit şi tabloul de utilizări-resurse suplimentare (în engleză, *Sources and Uses Statement*), reprezintă o modalitate de analiză a intrărilor şi ieşirilor de numerar din trezoreria întreprinderii. Acesta oferă o explicație cash flow-ului prin identificarea utilizărilor şi resurselor suplimentare pe termen lung, prin intermediul cărora se fundamentează variația fondului de rulment, şi pe termen scurt, prin intermediul cărora se explică variația necesarului de fond de rulment.

$$CF = \Delta TN = \Delta FR - \Delta NFR. \tag{7.7}$$

Identificarea surselor de lichidități suplimentare şi a utilizării acestora reprezintă o etapă importantă în analiza financiară şi poate fi realizată chiar ca etapă premergătoare întocmirii tabloului fluxurilor de trezorerie[12].

Construirea tabloului de finanțare se realizează utilizând informații din două bilanțuri succesive, pe baza cărora se calculează şi înregistrează variația elementelor de activ şi pasiv, şi informații din contul de profit şi pierdere, pe baza cărora se determină capacitatea de autofinanțare.

Vă prezentăm în continuare modul prin care pot fi identificate ***sursele de numerar*** pornind de la modificarea valorii elementelor bilanțiere:

- capacitatea de autofinanțare reprezintă sursa suplimentară de lichidități degajată din activitatea curentă a companiei;

[12] Higgins, Robert, *Analysis for Financial Management*, 9th Edition, McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance and Real Estate, 2008.

- reducerea mărimii elementelor bilanțiere de activ reprezintă degajarea de numerar, astfel că reprezintă o resursă suplimentară de lichidități – de exemplu, vânzarea mijloacelor fixe din proprietatea întreprinderii (respectiv scăderea imobilizărilor brute), lichidarea stocurilor de materii prime și/sau produse finite (scăderea stocurilor), reducerea volumului de creanțe (semnificând încasarea creanțelor) se înregistrează la resurse suplimentare;
- majorarea valorii elementelor bilanțiere de pasiv este echivalentă cu degajarea de numerar pentru întreprindere, și, ca urmare, este considerată o sursă suplimentară de numerar – de exemplu, majorarea creditelor contractate de la terți sau a capitalurilor atrase de la acționari, prin emisiune de acțiuni, creșterea decalajelor de plăți către furnizori, salariați, stocuri, asociați se înregistrează la resurse suplimentare.

Vă prezentăm în continuare modul prin care pot fi identificate ***utilizările de numerar*** pornind de la modificarea valorii elementelor bilanțiere:

- majorarea valorii elementelor bilanțiere de activ presupune consumarea lichidităților întreprinderii pentru achiziționare sau formare, astfel că se înregistrează la utilizări suplimentare – de exemplu, investițiile, achizițiile de noi active, echipamente (creșterea activelor imobilizate), majorarea stocurilor de materii prime și/sau produse finite, creșterea volumului de creanțe se înregistrează la utilizări suplimentare;
- reducerea mărimii elementelor bilanțiere de pasiv presupune consumarea numerarului întreprinderii pentru achitarea datoriilor respective, astfel că se înregistrează la utilizări suplimentare – de exemplu, rambursarea creditelor contractate; diminuarea datoriilor de exploatare; acumularea de pierderi; răscumpărarea de acțiuni de la asociații întreprinderii se înregistrează la utilizări suplimentare.

De regulă, totalitatea utilizărilor de lichidități aferente activității desfășurate de întreprindere în cursul unui exercițiu financiar ar trebui să fie egală cu sursele de lichidități obținute în cursul aceluiași exercițiu financiar; în caz contrar, întreprinderea plătește mai mult decât suma de lichidități de care dispune efectiv, în mod direct sau indirect. În condițiile în care managementul întreprinderii reușește echilibrarea surselor cu utilizările (necesarul) de numerar, crizele de trezorerie pot fi evitate sau constituie doar fenomene trecătoare.

Pentru a putea urmări cât mai bine acest tip de gestiune, în cadrul tabloului de finanțare sursele și utilizările de lichidități sunt descompuse în surse/utilizări permanente (pe termen lung sau durabile) – care surprind modul de formare a fondului de rulment suplimentar – și surse/utilizări temporare (pe termen scurt sau ciclice), care surprind modul de formare a necesarului de fond de rulment suplimentar.

Schematic, în tabelul 7.5 este prezentat modul de construire a tabloului de finanțare (utilizări-resurse suplimentare).

BCU IAȘI CENTRUL UNIVERSITAR IERARH

Tabelul 7.5

Tabloul de finanțare

UTILIZĂRI	RESURSE
Utilizări pe termen > 1 an	**Resurse pe termen > 1 an**
• dividende • achiziția elementelor de activ imobiliar – imobilizări necorporale – imobilizări corporale – imobilizări financiare • ↓ capital social prin răscumpărare • rambursarea datoriilor financiare	• capacitatea de autofinanțare (autofinanțarea) • cesiunea/reducerea activității imobilizate – imobilizări necorporale – imobilizări corporale – imobilizări financiare • ↑ capital social prin aport nou • contractare datorii financiare
ΔFR	
Utilizări pe termen > 1 an	**Resurse pe termen > 1 an**
• ↑ stocuri și creanțe de exploatare • ↑ alți debitori • ↓ datorii de exploatare • ↓ datorii către alți creditori	• ↓ stocuri și creanțe de exploatare • ↓ alți debitori • ↑ datorii de exploatare • ↑ datorii în afara exploatării
	ΔNFR
	ΔTN = ΔFR – ΔNFR

Legendă:

↓ – reducerea elementului respectiv de activ sau pasiv;

↑ – majorarea elementului respectiv de activ sau pasiv.

În tabelul de mai jos am sintetizat într-o altă formă tabloul de utilizări-resurse suplimentare (vezi tabelul 7.6).

Tabelul 7.6

Tabloul de utilizări-resurse

Resurse permanente
Capacitatea de autofinanțare (CAF)
Cesiunile sau reducerile de elemente ale activului imobilizat
Creșterile de capital social generate de emisiunea de acțiuni
Creșterile de datorii financiare pe termen lung
Total resurse permanente
Utilizări permanente
Distribuirea de dividende
Achiziționarea de elemente ale activului imobilizat
Reducerile de capital social prin răscumpărare de acțiuni
Rambursările de datorii financiare pe termen lung
Total utilizări permanente
Variația fondului de rulment (ΔFR)
(total resurse permanente – total utilizări permanente)
Resurse temporare
Diminuarea valorii stocurilor
Diminuarea creanțelor-clienți și a altor creanțe din exploatare
Reducerea creanțelor către debitori diverși
Creșterea avansurilor primite de la clienți
Creșterea datoriilor către furnizori
Creșterea altor datorii către creditori diverși
Total resurse temporare

Utilizări temporare
Creşterea valorii stocurilor
Majorarea creanţelor-clienţi şi a altor creanţe din exploatare
Majorarea creanţelor către debitori diverşi
Reducerea avansurilor primite de la clienţi
Reducerea datoriilor către furnizori
Reducerea datoriilor către creditori diverşi
Total utilizări temporare
Variaţia necesarului de fond de rulment (ΔNFR) (total utilizări temporare – total resurse temporare)
Variaţia activelor de trezorerie (ΔActive trezorerie)
Variaţia pasivelor de trezorerie (ΔPasive trezorerie)
Variaţia trezoreriei nete (ΔTN = CF = ΔActive trezorerie – ΔPasive trezorerie = ΔFR – ΔNFR)

Analiza în dinamică a realizării echilibrului financiar pe termen lung şi pe termen scurt al întreprinderii poate fi efectuată cu ajutorul tabloului de utilizări-resurse, prin intermediul său putându-se identifica punctele forte sau slabe din gestiunea resurselor pe termen lung sau scurt.

În analiza cash flow-urilor pe baza tabloului de finanţare se urmăresc aspectele:[13]

- evidenţierea separată (ca sursă internă de finanţare pe termen lung) a fluxului de numerar total potenţial rezultat din activităţile desfăşurate de întreprindere. După cum am mai discutat, nu profitul este indicatorul ce reflectă acest flux final de lichidităţi rezultat al intrărilor şi ieşirilor de cash implicate de activitatea desfăşurată de întreprindere, ci capacitatea de autofinanţare. Capacitatea de autofinanţare (CAF) a întreprinderii arată potenţialul de lichidităţi ce s-ar obţine prin încasarea tuturor veniturilor monetare (cu flux imediat sau ulterior) şi plata tuturor cheltuielilor monetare (cu flux imediat sau ulterior) – metoda substractivă – indicator ce se poate calcula şi prin metoda adiţională, corectând profitul net cu elementele nemonetare (de regulă cheltuieli cu amortizarea) sau prin:

$$CAF = PN + Cheltuieli\ cu\ amortizarea. \tag{7.8}$$

Întreprinderea, prin derularea unei activităţi profitabile, îşi poate asigura parţial sau total autofinanţarea activităţii sale;

- analiza fluxurilor de numerar atrase pe termen lung de la creditori, care ar trebui să cuprindă şi aspecte legate de rentabilitatea utilizării acestora în raport cu costul de procurare aferent (dobânda anuală efectivă). O rentabilitate scăzută a utilizării în raport cu costul de atragere indică viitoare potenţiale probleme de lichiditate, şi chiar situaţia incapacităţii de plată. În acest context este foarte utilă detalierea fluxurilor de numerar atrase pe termen lung şi a utilizării acestora, cu menţionarea costurilor şi rentabilităţilor aferente fiecărei categorii. Un exemplu ar fi efectuarea de investiţii în condiţiile în care posibilitatea de atragere de resurse pe termen mediu sau lung este redusă: piaţă de capital în scădere; creşterea dobânzilor la creditele bancare; emisiunea de bonuri de tezaur cu dobânzi mari de către stat, reducând astfel şansele de reuşită ale unei eventuale emisiuni de obligaţiuni efectuate de întreprindere;

- fluxurile de numerar implicate în procesul de producţie, ce determină evoluţia necesarului de fond de rulment. Ca urmare, gestiunea eficientă sau ineficientă a procesului de

[13] Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Obreja, Laura; Dragotă, Mihaela, *Management financiar*, Editura Economică, Bucureşti, 2003.

BCU MIHAI EMINESCU UNIVERSITY LIBRARY

producție are un impact direct asupra nivelului acestui indicator. Urmărirea eficienței procesului de producție se poate face analizând evoluția necesarului de fond de rulment. Creșterea necesarului de fond de rulment implică alocări suplimentare de lichidități care trebuie susținute prin resurse corespunzătoare de finanțare (de regulă resurse atrase pe termen lung). De exemplu, stocajul peste nevoile de producție ale întreprinderii, ca urmare a previziunii unei creșteri de prețuri la materiale (dacă nu este însoțit de o creștere în aceeași măsură a datoriilor de exploatare) poate fi sursa deteriorării situației trezoreriei.

Studiul de caz 7.3. Tabloul de finanțare

Utilizând informațiile aferente companiei Curcubeu, se construiește tabloul de finanțare (utilizări-resurse) pentru anul N+1.

Tabelul 7.7

Tabloul de finanțare pentru compania Curcubeu în anul N+1

– mii RON –

Utilizări de lichidități (cash-out flow-uri)	*N+1*	**Resurse de lichidități (cash-in flow-uri)**	*N+1*
1) plata dividendelor	537	1) fonduri provenite din activitatea curentă (CAF)	1.374
2) răscumpărarea capitalului social		2) emisiune de acțiuni	
3) creșterea brută a activelor fixe	1.086	3) scăderea brută a activelor fixe	
4) rambursarea datoriilor pe termen lung		4) creșterea datoriilor pe termen lung	465
Total utilizări suplimentare pe termen lung	**1.623**	**Total resurse suplimentare pe termen lung**	**1.839**
		ΔFR	**216**
5) creșterea stocurilor	150	5) scăderea stocurilor	
6) creșterea creanțelor comerciale	75	6) scăderea creanțelor comerciale	
7) creșterea altor creanțe	15	7) scăderea altor creanțe	
8) scăderea datoriilor comerciale		8) creșterea datoriilor comerciale	87
9) scăderea altor datorii pe termen scurt		9) creșterea altor datorii pe termen scurt	39
		Total resurse suplimentare pe termen scurt	**126**
Total utilizări suplimentare pe termen scurt	**240**		
ΔNFR	**114**		
ΔTN = CF	**102**		

Analizând informațiile din cadrul tabloului de finanțare putem înțelege nivelul cash flow-ului. Acesta este consecința unei creșteri a fondului de rulment (rezultată din atragerea de resurse suplimentare pe termen lung de 1.839 – capacitate de autofinanțare 1.374, contractare de noi credite pe termen lung 465 – și utilizări suplimentare pe termen lung de 1.623 – distribuire de dividende 537, achiziționare de imobilizări 1.086) și a unei creșteri a necesarului de fond de rulment de 114 (rezultată din atragerea de resurse suplimentare pe termen scurt de 126 – creșterea datoriilor comerciale 87, creșterea altor datorii pe termen scurt 39 – și utilizări suplimentare pe termen scurt de 240 – creșterea stocurilor 150, creșterea creanțelor comerciale 75, creșterea altor creanțe 15).

7.4. Analiza fluxurilor de numerar din perspectiva evaluării întreprinderilor

Analiza cash flow-urilor din perspectiva evaluării întreprinderilor diferă doar la nivelul tipului de cash flow estimat. Până în acest moment am fost interesaţi de estimarea şi monitorizarea evoluţiei fluxurilor de numerar, necesare unui mai bun control al echilibrului financiar, respectiv al eficienţei activităţii desfăşurate de întreprindere.

Finanţele manageriale au consacrat cash flow-ul disponibil[14] (termenul anglo-saxon: *free cash flow*) ca fiind fluxul de numerar cel mai adecvat pentru evaluarea unei întreprinderi sau a unui proiect de investiţii. În cadrul acestui subcapitol ne vom concentra atenţia asupra modului de calcul şi semnificaţiei acestui indicator. Aspectele legate de utilizarea în evaluare a acestor fluxuri de numerar le vom întâlni tratate în cadrul capitolului referitor la proiectele de investiţii, în volumul al doilea al lucrării noastre.

Cash flow-ul disponibil indică fluxul de lichidităţi folosit de companie pentru remunerarea investitorilor de capital în întreprindere, respectiv acţionarii şi creditorii, rămas după realizarea de investiţii în dezvoltarea economică a companiei. În consecinţă, trebuie să se ţină cont de provenienţa fondurilor atrase şi de alocarea fluxurilor necesară pentru asigurarea continuităţii şi dezvoltării activităţii societăţii. Astfel, putem identifica patru componente principale ale acestui flux de numerar:

- fluxul de numerar rezultat din activitatea de exploatare a întreprinderii, respectiv: EBIT – impozit pe profit (rezultatul exploatării net de impozitul pe profit);
- economia de impozit realizată de întreprindere prin deductibilitatea cheltuielilor financiare cu dobânzile, reprezentând scăderea impozitului pe profit generată de deductibilitatea acestor cheltuieli: (Cheltuieli cu dobânzile) · τ, unde τ reprezintă cota de impozit pe profit;
- capitalul net de lucru (termenul anglo-saxon: *net working capital*) ce reprezintă activele circulante implicate în desfăşurarea activităţii curente a întreprinderii (de exemplu: stocuri, creanţe, soldul minim de trezorerie netă, respectiv al contului curent pentru asigurarea fluidităţii operaţiunilor de încasări şi plăţi) nete de datoriile de exploatare sau alte resurse (credite) atrase pe termen scurt pentru finanţarea lor. Creşterea volumului său necesar în activitatea de producţie a întreprinderii implică alocări suplimentare de numerar şi, în consecinţă, diminuarea mărimii cash flow-ului disponibil;
- investiţiile în active imobilizate efectuate de întreprindere pentru menţinerea şi dezvoltarea capacităţii sale de producţie. Investiţiile de menţinere a capacităţii de producţie actuale le considerăm la nivelul cheltuielilor de amortizare calculate anual de întreprindere, deşi nu este obligatoriu ca acestea să se realizeze exact în mărimea respectivă. Este astfel evidenţiat rolul acestor cheltuieli cu amortizarea, atât ca element de cheltuială deductibilă ce generează pentru întreprindere o economie de impozit (Amo · τ), cât şi ca posibilă alocare în investiţii de menţinere a capacităţilor de producţie existente. Din această perspectivă, se observă foarte bine necesitatea realizării unei amortizări a activelor imobilizate cât mai apropiată de deprecierea economică efectivă a acestora, misiune îngreunată şi de impactul inflaţiei asupra preţului negociat pe piaţa acestor active. Investiţiile de dezvoltare reprezintă acele alocări de fonduri pentru achiziţia de noi active în scopul creşterii capacităţii de producţie existentă în cadrul întreprinderii.

[14] În literatura de specialitate, profesorul Ion Stancu foloseşte pentru prima dată noţiunea de cash flow disponibil, în lucrarea *Finanţe: Teoria pieţelor financiare, finanţele întreprinderii, analiza şi gestiunea financiară*, Editura Economică, Bucureşti, 1996.

Ca urmare, cash flow-ul disponibil poate fi estimat pe baza următoarei formule de calcul:

$$CFD = EBIT \cdot (1 - \tau) + \tau \cdot Dob - \Delta Imo\ nete - \Delta ACN = \\ = CFD\ acționari + CFD\ creditori, \quad (7.9)$$

unde:

EBIT – *earnings before interest and taxes* – rezultatul înainte de plata dobânzilor şi a impozitului pe profit;

Dob – cheltuielile anuale cu dobânzile plătite de întreprindere;

ΔImo brute – reprezintă mărimea investiţiilor în active imobilizate realizate de întreprindere în exerciţiul financiar respectiv. Mărimea lor poate fi calculată pornind de la informaţiile bilanţiere (în valoare netă) privind valoarea activelor imobilizate ale întreprinderii la începutul (Imo_0) şi sfârşitul exerciţiului financiar (Imo_1). Astfel, mărimea investiţiilor poate fi aproximată prin relaţia de calcul: $Imo_1 - Imo_0 + Amo$, unde Amo reprezintă mărimea cheltuielilor cu amortizarea calculate de întreprindere pentru exerciţiul financiar respectiv;

ΔACN – variaţia nivelului capitalului net de lucru implicat în activitatea de producţie a întreprinderii;

ACN – Active circulante – Datorii curente.

Cea mai utilizată metodă de determinare a cash flow-ului disponibil este în cascadă:

- se porneşte de la mărimea cash flow-ului rezultat din activitatea de exploatare a întreprinderii sau din întreaga sa activitate de gestiune, acesta reprezentând totalitatea fluxurilor de numerar ce sunt la dispoziţia întreprinderii pentru autofinanţarea activităţii sale, respectiv remunerarea investitorilor săi;
- mărimea acestuia este diminuată cu suma alocărilor de numerar pentru menţinerea sau dezvoltarea capacităţilor de producţie existente, precum şi a capitalului net de lucru;
- se obţine astfel valoarea cash flow-ului disponibil ce urmează a fi repartizat acţionarilor, respectiv creditorilor întreprinderii.

În cazul în care, pe lângă activitatea de exploatare, care generează, de regulă, majoritatea intrărilor şi ieşirilor de numerar, şi celelalte activităţi ale întreprinderii (de investiţii sau de finanţare) aduc fluxuri de numerar semnificative, se determină mărimea cash flow-ului de gestiune (CF gest), ce reprezintă fluxul de numerar degajat de întreaga activitate de gestiune a întreprinderii, reprezentând remunerarea tuturor celor implicaţi în finanţarea acesteia – acţionari, creditori, companie. Cash flow-ul de gestiune este format din profitul net (remunerarea acţionarilor şi autofinanţarea investiţiilor noi în întreprindere), dobânzi (pentru remunerarea creditorilor) şi amortizarea (calculată şi reţinută în scopul menţinerii întreprinderii la acelaşi nivel de dotare materială).

$$CF\ gest = PN + Dob + Amo, \quad (7.10)$$

unde:

PN – profitul net (rezultatul exerciţiului);

Dob – cheltuielile financiare anuale ale întreprinderii cu dobânzile de plată;

Amo – cheltuielile cu amortizarea, calculate în anul respectiv.

Pornind de la cash flow-ul de gestiune se determină cash flow-ul disponibil. Conform definiţiei iniţiale, cash flow-ul disponibil (CFD) constituie fluxul net de bani care se distribuie acţionarilor şi creditorilor, ca remunerare a investiţiilor de capital făcute de aceştia în întreprindere, după ce au fost acoperite necesităţile de creştere economică ale companiei.

$$Creşterea\ economică = \Delta Imo\ brute + \Delta ACN. \quad (7.11)$$

Ca urmare, formula de calcul a acestuia este următoarea:

$$CFD = CF\ gestiune - creştere\ economică = (PN + Amo + Dob) - (\Delta Imo\ brute + \Delta ACN) = (PN + Dob) - \Delta Imo\ nete - \Delta ACN. \quad (7.12)$$

Ambele formule de calcul ale cash flow-ului disponibil conduc la acelaşi rezultat. Mărimea pozitivă a acestui indicator reprezintă remunerarea de întreprindere a acţionarilor sau creditorilor săi pentru finanţarea activităţii sale. Aceasta este o situaţie considerată normală în perioadele în care întreprinderea nu se dezvoltă (se menţine aceeaşi capacitate de producţie) sau când piaţa pe care acţionează întreprinderea este ajunsă la maturitate; astfel că lichidităţile disponibile sunt utilizate pentru distribuirea dividendelor şi pentru rambursarea datoriilor. Mărimea negativă a acestui indicator indică atragerea de către întreprindere de noi resurse de la acţionarii sau creditorii săi, pentru finanţarea activităţii sale. Aceasta este o situaţie normală în momentele de dezvoltare a întreprinderii, când fluxurile rezultate din activitatea sa sunt insuficiente pentru a asigura autofinanţarea şi remunerarea investitorilor săi.

Acest indicator poate fi utilizat şi pentru evaluarea întregii companii, reprezentând fluxul de lichidităţi ce este utilizat în remunerarea investitorilor[15].

Dacă evaluarea întreprinderii sau a proiectului de investiţii se face separat, din perspectiva acţionarilor sau a creditorilor, este foarte utilă descompunerea cash flow-ului disponibil pe cele două destinaţii principale de alocare, CFD pentru acţionari şi CFD pentru creditori.

Astfel, cash flow-ul disponibil ce revine acţionarilor poate fi estimat, după cum urmează:

$$CFD\ acţionari = Div - \Delta CS = PN - \Delta CPR, \quad (7.13)$$

unde:

Div – dividendele repartizate acţionarilor;

ΔCS – variaţia mărimii capitalului social ca rezultat al emisiunii de noi acţiuni contra unui aport în numerar sau ca urmare a răscumpării unei părţi a acţiunilor existente;

ΔCPR – variaţia mărimii capitalurilor proprii;

PN – profitul net.

Cash flow-ul disponibil ce revine creditorilor este reprezentat de:

$$CFD\ creditori = Dob - \Delta DATfin, \quad (7.14)$$

unde:

ΔDATfin – variaţia mărimii datoriilor financiare contractate de întreprindere (în această categorie nu intră datoriile de exploatare).

Studiul de caz 7.4. Analiza fluxurilor de numerar din perspectiva evaluării întreprinderii

Să considerăm cazul următoarei companii, Zbor, pentru care se dau informaţii din ultimele patru exerciţii financiare:

Tabelul 7.8

Bilanţul şi contul de profit şi pierdere ale companiei Zbor

ACTIV	*N*	*N+1*	*N+2*	*N+3*
Imobilizări	1.200	1.300	1.350	1.250
active circulante	400	480	580	550
Total activ	1.600	1.780	1.930	1.800

[15] De exemplu, vezi Helfert, Erich, *Financial Analysis Tools and Techniques – A guide for managers*, McGraw-Hill, 2001, p. 382 şi Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, Sixth Edition, McGraw-Hill/Irwin, 2003.

capitaluri proprii	800	890	980	1.000
datorii financiare	350	400	600	300
datorii de exploatare	450	490	350	500
Total pasiv	1.600	1.780	1.930	1.800

	N	*N+1*	*N+2*	*N+3*
CA	800	900	940	870
– cheltuieli monetare de exploatare	400	550	600	510
= EBE	400	350	340	360
– amortizare	50	60	63	45
= EBIT	350	290	277	315
– dobânzi	25	50	50	40
= EBT	325	240	227	275
– impozit (16%)	52	38,4	36,32	44
= PN	273	202	190,68	231

Astfel, cash flow-urile pentru evaluarea întreprinderii, în cadrul anului N+1:

	N	*N+1*
PN	273	202
+ dobânzi	25	50
+ amortizare	50	60
= CF gestiune	**348**	**312**
- Δimobilizări		160
- ΔACN		40
= CFD		**112**

	N	*N+1*
PN	273	202
- ΔCPR		90
= CFD acționari		**112**
dobânzi	25	50
- ΔDAT		50
= CFD creditori		**0**

Relațiile de calcul ale cash flow-urilor prezentate mai sus pot fi utilizate și pentru evaluarea companiei (a capitalurilor proprii), a întregii afaceri (a activului economic)[16] sau a proiectelor de investiții[17]. Nu insistăm asupra modului de calcul, acesta fiind detaliat în cadrul capitolului referitor la investiții, din cel de al doilea volum a lucrării noastre. Un investitor din cadrul unei întreprinderi este interesat să compare câștigul pe care acesta îl poate realiza din plasarea banilor săi în diverse oportunități de investiții. Astfel, luând ca reper mărimea costului de oportunitate (valoarea rentabilității pierdute în raport cu celelalte oportunități de investiții), aceasta poate estima dacă după un an de funcționare a întreprinderii respective valoarea capitalului investit se diminuează, sau dimpotrivă crește.

Din perspectiva unui acționar, valoarea actuală a capitalului investit, dacă luăm în considerare o perioadă de un an, se determină astfel:

$$V_0(CPR) = \frac{CFD_{acționari} + CPR_1}{(1 + k_{CPR})}, \tag{7.15}$$

unde:

$V_0(CPR)$ – valoarea actuală a capitalurilor proprii;

$CFD_{acționari}$ – mărimea cash flow-ului estimat ce urmează a fi alocat acționarilor;

[16] Stancu Ion, *Finanțe*, ediția a patra, Editura Economică, București, 2007.

[17] De exemplu, vezi Brealey, Richard; Myers, Stewart C., *Principles of corporate finance*, 7th Edition, McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance, and Real Estate, Boston, 2003; Helfert Erich, *Financial Analysis Tools and Techniques – A guide for managers*, McGraw-Hill, 2001.

CPR_1 – valoarea estimată a capitalurilor proprii la sfârşitul exerciţiului financiar;
k_{CPR} – costul de oportunitate aferent capitalurilor investite la acelaşi nivel de risc[18].

Din perspectiva unui creditor, valoarea actuală a capitalui investit, considerând o perioadă de un an, se determină astfel:

$$V_0(DATfin) = \frac{CFD_{creditori} + DATfin_1}{(1 + k_{DAT})}, \quad (7.16)$$

unde:

$V_0(DATfin)$ – valoarea actuală a datoriilor financiare contractate de întreprindere;
$CFD_{creditori}$ – mărimea cash flow-ului estimat ce urmează a fi alocat creditorilor;
$DATfin_1$ – valoarea estimată a datoriilor financiare la sfârşitul exerciţiului financiar;
k_{DAT} – costul de oportunitate aferent capitalurilor investite la acelaşi nivel de risc[19].

Din perspectiva întregii companii, valoarea actuală a activului economic, dacă luăm în considerare o perioadă de un an, se determină astfel:

$$V_0(AE) = \frac{CFD + AE_1}{(1 + k_{AE})}, \quad (7.17)$$

unde:

$V_0(AE)$ – valoarea actuală a activului economic;
CFD – mărimea cash flow-ului disponibil;
AE_1 – valoarea estimată a activului economic la sfârşitul exerciţiului financiar;
k_{AE} – costul de oportunitate aferent capitalurilor investite la acelaşi nivel de risc[20].

***

În concluzie, analiza fluxurilor de numerar poate fi folosită atât de manager pentru o mai bună gestiune a activităţii întreprinderii, cât şi de investitori pentru estimarea valorii investiţiilor făcute de aceştia în întreprinderea respectivă.

Referinţe bibliografice

Brealey, Richard; Myers, Stewart, *Principles of corporate finance,* 7th Edition, McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance, and Real Estate, Boston, 2003

Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Obreja, Laura; Dragotă, Mihaela, *Management financiar,* Editura Economică, Bucureşti, 2003

Helfert, Erich, *Financial Analysis Tools and Techniques – A guide for managers,* McGraw-Hill/Irwin, 2001

Higgins, Robert, *Analysis for Financial Management,* 9th Edition, McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance and Real Estate, 2008

Kenley, Russell, *Financing Construction: Cash Flows and Cash Farming,* Taylor and Francis e-Library, 2005

Keynes, Milton, *Managing financial resources and performance,* The Open University Business School, United Kingdom, 2011

Ross Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe Jeffrey, *Corporate Finance,* Sixth Edition, McGraw-Hill/Irwin, 2003

Stancu, Ion, *Finanţe: Teoria pieţelor financiare, finanţele întreprinderii, analiza şi gestiunea financiară,* Editura Economică, Bucureşti, 1996

Stancu, Ion, *Finanţe,* ediţia a patra, Editura Economică, Bucureşti, 2007

[18] Determinat în funcţie de riscul asociat acţiunilor emise de compania evaluată.
[19] Determinat în funcţie de riscul asociat creditelor contractate de compania evaluată.
[20] Determinat în funcţie de riscul asociat întregii companii evaluate, fiind influenţat de riscul asociat acţiunilor şi de cel aferent creditelor.

Lecturi ulterioare

Brigham, Eugen; Daves, Phillip, *Intermediate financial management,* Thomson South-Western, 2004.
Dragotă, Victor şi colectiv, *Abordări practice în finanţele companiei,* Editura IRECSON, Bucureşti, 2005
Robinson, Thomas; Munter, Paul; Grant, Julia, *Financial Statement Analysis,* Person Education, 2004
Stancu, Ion, *Finanţe,* ediţia a patra, Editura Economică, Bucureşti, 2007

Verificaţi-vă cunoştinţele!

- Ce efect are creşterea preţurilor la stocurile de materii prime asupra evoluţiei trezoreriei? Dar reevaluarea imobilizărilor?
- Care sunt principalele resurse stabile pe care se poate baza întreprinderea pentru finanţarea investiţiilor sale pe termen mediu sau lung?
- În condiţiile în care aţi realizat o investiţie pe termen lung din resurse pe termen scurt, care va fi impactul asupra evoluţiei trezoreriei companiei? Cum puteţi „manipula" volumul activelor circulante şi al datoriilor de exploatare pentru a evita o criză majoră de lichidităţi?
- Analizaţi influenţele creşterii îndatorării unei companii asupra evoluţiei trezoreriei acesteia. Unde se vor observa influenţele în cadrul tabloului de finanţare al întreprinderii? Dar în cadrul tabloului fluxurilor de trezorerie?
- Care sunt efectele realizării de investiţii în imobilizări asupra cash flow-urilor de exploatare, investiţii şi finanţare?
- Politica de amortizare a imobilizărilor afectează trezoreria companiei?
- Cum este influenţat cash flow-ul de politica de finanţare?
- Dacă ar fi să optaţi pentru finanţarea unei investiţii pe termen lung (echipament de producţie) între o creştere a capitalurilor proprii prin emisiunea de noi acţiuni sau noi contractări de credite bancare, ce soluţie de finanţare aţi favoriza, având în vedere impactului ei asupra evoluţiei prezente şi viitoare a trezoreriei nete a companiei? Motivaţi răspunsul.
- În ce condiţii o diminuare a fondului de rulment nu va fi însoţită de o evoluţie în acelaşi sens a trezoreriei nete a întreprinderii?
- Care sunt principalele diferenţe între cash flow şi profitul net din perspectiva reflectării de către acestea a fluxurilor băneşti ale companiei?
- Care este impactul reevaluării activelor imobilizate asupra evoluţiei trezoreriei întreprinderii? Dar asupra cash flow-urilor degajate de activitatea curentă, de investiţii, respectiv de finanţare ale companiei (CF op, CF inv, CF fin)?
- Dacă întreprinderea pe care o analizaţi practică o politică intensivă de investiţii (investiţii importante şi amortizarea accelerată a imobilizărilor), comentaţi influenţa acestei politici asupra cash flow-urilor degajate (CF exploatare, CF investiţii, CF finanţare).
- În ce sens (creştere sau diminuare) va influenţa cash flow-ul de exploatare al unei companii o rotaţie mai lentă a stocurilor şi o relaxare a politicii comerciale a companiei faţă de clienţii săi (credite comerciale acordate pe perioade mai lungi)?
- Cash flow-ul din activitatea de finanţare este influenţat de creşterea capitalurilor proprii prin emisiunea de noi acţiuni? Obţinerea de subvenţii pentru investiţii are vreo influenţă? Dar creşterea capitalului social prin încorporarea rezervelor? În ce sens?
- Care este impactul creşterii creditelor pe termen mediu şi lung contractate de întreprindere asupra cash flow-ului din activitatea de finanţare (CF fin), respectiv asupra trezoreriei companiei? (Dar în cazul creditelor de trezorerie?)

BCU BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

- Care este plusul de informații pe care-l aduce despre fluxurile de bani ale întreprinderii cash flow-ul de gestiune în raport cu cash flow-ul de exploatare? Fluxurile de bani rezultate din activitatea de investiții, respectiv din activitatea de finanțare a întreprinderii se regăsesc cuprinse în cadrul cash flow-ului de gestiune?
- Care sunt principalii determinanți ai nivelului fluxului de bani primiți de acționari din partea societății comerciale în care au investit?
- Care sunt principalii determinanți ai nivelului fluxului de bani primiți de creditori din partea societății comerciale în care au investit?
- În ce sens va influența nivelul cash flow-ului de gestiune creșterea valorii amortizării anuale calculate de întreprindere? Dar nivelul cash flow-ului disponibil?
- Creșterea îndatorării companiei determină o creștere sau o scădere a cash flow-ului de gestiune al întreprinderii? Analizați efectele și asupra cash flow-ului disponibil al companiei.
- Care sunt principalii determinanți ai valorii actuale a unei întreprinderi?
- Creșterea cash flow-ului disponibil pentru acționari determină creșterea valorii capitalurilor proprii? Argumentați și identificați diferite scenarii!

Probleme și studii de caz

7.1. În cadrul studiului de caz 7.2, realizați o ierarhizare a celor șapte companii în funcție de structura cash flow-ului pe categorii CF exploatare, CF investiții, CF finanțare.

7.2. Se dau informații din ultimele patru exerciții financiare pentru companiile 1 și 2 care acționează în același sector de activitate. Datele sunt exprimate în mii RON.

Bilanț - Societatea 1

ACTIV	*N*	*N+1*	*N+2*	*N+3*	PASIV	*N*	*N+1*	*N+2*	*N+3*
Imob. corporale	110	120	130	135	capitaluri proprii	345	410	460	515
Imob. financiare	85	145	155	165	dat. t. lg.	5	25	45	65
total imobilizări	195	265	285	300	**Pasive permanente**	350	435	505	580
stocuri de produse finite	45	110	110	120	furnizori	40	45	40	80
clienți	105	105	90	135	alți cred. expl.	95	70	65	135
alte creanțe expl.	30	40	30	35	credite de trezorerie	40	50	20	40
lichidități	150	80	115	245					
TOTAL ACTIV	**525**	**600**	**630**	**835**	**TOTAL PASIV**	**525**	**600**	**630**	**835**

Bilanț - Societatea 2

ACTIV	*N*	*N+1*	*N+2*	*N+3*	PASIV	*N*	*N+1*	*N+2*	*N+3*
Imob. corporale	215	330	430	530	capitaluri proprii	265	310	355	420
Imob. financiare	5	15	70	75	dat. t. lg.	75	135	225	275
total imob.	220	345	500	605	**capital permanent**	340	445	580	695

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

stocuri	105	170	230	260	furnizori	230	170	210	290
clienți	390	490	520	705	alți cred. expl.	155	135	190	225
alte creanțe expl.	75	70	85	85	credite de trezorerie	70	330	355	450
lichidități	5	5	0	5					
TOTAL ACTIV	**795**	**1.080**	**1.335**	**1.660**	**TOTAL PASIV**	**795**	**1.080**	**1.335**	**1.660**

Cont de profit și pierdere – Societatea 1 și 2

	Societatea 1				Societatea 2			
	N	*N+1*	*N+2*	*N+3*	*N*	*N+1*	*N+2*	*N+3*
CA	510	635	545	810	1.040	1.290	1.610	2.075
+ creșterea stocurilor	-10	65	0	10	-15	65	60	30
- aprov. terți	185	335	195	415	365	500	620	785
- alte ch. externe	65	95	90	115	140	180	220	270
= valoare adăugată	**250**	**270**	**260**	**290**	**520**	**675**	**830**	**1.050**
- salarii	80	95	100	115	345	440	530	670
= EBE	**170**	**175**	**160**	**175**	**175**	**235**	**300**	**380**
- amortizare	25	25	25	25	80	95	120	150
- prov. expl.	25	35	25	20	0	20	15	15
= rezultat exploatare	**120**	**115**	**110**	**130**	**95**	**120**	**165**	**215**
- ch. financiare	5	10	15	15	10	20	40	45
= rezultat curent	**115**	**105**	**95**	**115**	**85**	**100**	**125**	**170**
+ rezultat extraordinar	0	0	0	0	0	0	0	0
= rezultat brut	**115**	**105**	**95**	**115**	**85**	**100**	**125**	**170**
- impozit pe profit	60	60	60	65	45	50	65	90
= rezultat net	**55**	**45**	**35**	**50**	**40**	**50**	**60**	**80**
CAF	*105*	*105*	*85*	*95*	*120*	*165*	*195*	*245*
dividende	*10*	*15*	*10*	*15*	*30*	*25*	*30*	*30*
autofinanțare	*95*	*90*	*75*	*80*	*90*	*140*	*165*	*215*

Întocmiți tabloul de finanțare pentru ultimele trei exerciții financiare și identificați diferențele din gestiunea financiară a celor două companii.

7.3. Pentru aceleași două companii concurente prezentate în cadrul problemei precedente, întocmiți tabloul fluxurilor de trezorerie și identificați diferențele în evoluția acestora.

7.4. Pentru compania prezentată în tabelul 7.8, calculați cash flow-urile disponibile pentru anii N+2, N+3.

Soluții

7.1. În funcție de mărimea cash flow-ului de exploatare, care exprimă performanța firmei în a genera plus de lichidități din activitatea de bază, putem aprecia următoarea ierarhizare: compania Xuxu (CF exploatare = 1.050) > D (CF exploatare = 1.002) > B = E (CF exploatare = 402) >F (CF exploatare = 252) > A (CF exploatare = 102) > C (CF exploatare = - 198).
În plus, în funcție de mărimea cash flow-ului de investiții, se poate aprecia: compania Xuxu a investit mai mult decât compania F, care la rândul ei a investit mai mult decât compania E.

Evident că realizarea de investiții nu reprezintă o garanție a performanțelor viitoare, dar, dacă nu apar riscuri neanticipate și aceste proiecte au fost adoptate după criterii de eficiență, este plauzibil ca, prin utilizarea acestor imobilizări, performanța de exploatare să se îmbunătățească, astfel că în fruntea clasamentului rămâne compania Xuxu.

Din perspectiva cash flow-ului de finanțare, cei mai „fericiți" acționari sunt cei ai companiilor D și Xuxu.

7.2. Pentru început determinăm nivelul cash flow-ului anual pentru cele două companii:

	Compania 1				*Compania 2*			
	N	*N+1*	*N+2*	*N+3*	*N*	*N+1*	*N+2*	*N+3*
FR	155	170	220	280	120	100	80	90
Δ FR		15	50	60		-20	-20	10
NFR	45	140	125	75	185	425	435	535
Δ NFR		95	-15	-50		240	10	100
TN	110	30	95	205	-65	-325	-355	-445
Δ TN		-80	65	110		-260	-30	-90

Astfel, este evident că cele două companii au probleme cu lichiditățile în anul N+1, probleme generate de creșterea semnificativă a necesarului de fond de rulment. Aceste probleme sunt rezolvate în anii N+2, N+3 de către compania 1, prin creșterea fondului de rulment și reducerea necesarului de fond de rulment. Compania 2 însă nu își rezolvă problemele de lichidități, fondul de rulment continuând să scadă în N+2, cu o mică revenire în N+3, în timp ce necesarul de fond de rulment continuă să înregistreze o creștere.

Mai multe informații obținem din conținutul tabloului de finanțare. Pentru o mai facilă comparație a utilizărilor și resurselor suplimentare, le vom înregistra în coloane paralele.

Tabloul de finanțare:

Societatea 1	*N+1*	*N+2*	*N+3*		*N+1*	*N+2*	*N+3*
Utilizări				**Resurse**			
dividende	15	10	15				
creștere imob. corp.	35	35	30	CAF	105	85	95
creștere imob. financ.	60	10	10	noi credite t. lg.	20	20	20
Total utilizări pe termen lung	**110**	**55**	**55**	**Total resurse pe termen lung**	**125**	**105**	**115**
				FR suplimentar	**15**	**50**	**60**
creștere stocuri	65	0	10	creștere furnizori	5		40
creștere clienți	0		45	creștere alți creditori			70
creștere alte creanțe	10		5	scădere clienți		15	
scădere furnizori		5		scădere alte creanțe		10	
scădere alți creditori	25	5					
Total utilizări pe termen scurt	**100**	**10**	**60**	**Total resurse pe termen lung**	**5**	**25**	**110**
NFR suplimentară	**95**	**-15**	**-50**				
CF	**-80**	**65**	**110**				

BIBLIOTECA UNIVERSITARĂ

Societatea 2	*N+1*	*N+2*	*N+3*		*N+1*	*N+2*	*N+3*
Utilizări				**Resurse**			
dividende	25	30	30				
creştere imob. corp.	210	220	250	CAF	165	195	245
Creştere imob. financ.	10	55	5	noi credite t. lg.	60	90	50
Total utilizări pe termen lung	**245**	**305**	**285**	**Total resurse pe termen lung**	**225**	**285**	**295**
				FR suplimentar	**-20**	**-20**	**10**
creştere stocuri	65	60	30	creştere furnizori		40	80
creştere clienţi	100	30	185	creştere alţi creditori		55	35
creştere alte creanţe		15	0	scădere alte creanţe	5		
scădere furnizori	60						
scădere alţi creditori	20						
Total utilizări pe termen scurt	**245**	**105**	**215**	**Total resurse pe termen lung**	**5**	**95**	**115**
NFR suplimentară	**240**	**10**	**100**				
CF	**-260**	**-30**	**-90**				

Considerând informaţiile din tabloul de finanţare, putem aprecia modul de formare a cash flow-ului companiei 1:

Pentru anul N+1 – FR creşte cu 15, ca urmare a atragerii de resurse suplimentare pe termen lung de 125, din capacitatea de autofinanţare 105 şi noi credite pe termen lung 20, resurse din care sunt utilizate 110, pentru achiziţie de imobilizări corporale 35, financiare 60 şi distribuire de dividende 15. NFR creşte cu 95, cea mai mare influenţă având-o creşterea stocurilor.

Pentru anul N+2 – FR creşte cu 50, ca urmare a atragerii de resurse suplimentare pe termen lung de 105, din capacitatea de autofinanţare 85 şi noi credite pe termen lung 20, resurse din care sunt utilizate 55, pentru achiziţie de imobilizări corporale 35, financiare 10 şi distribuire de dividende 10. NFR scade cu 15.

Pentru anul N+3 – FR creşte cu 60, ca urmare a atragerii de resurse suplimentare pe termen lung de 115, din capacitatea de autofinanţare 95 şi noi credite pe termen lung 20, resurse din care sunt utilizate 55, pentru achiziţie de imobilizări corporale 30, financiare 10 şi distribuire de dividende 15. NFR scade cu 50, cea mai mare influenţă având-o scăderea creanţelor clienţi.

Considerând informaţiile din tabloul de finanţare, putem aprecia modul de formare a cash flow-ului companiei 2:

Pentru anul N+1 – FR scade cu 20, ca urmare a atragerii de resurse suplimentare pe termen lung de 225, din capacitatea de autofinanţare 165 şi noi credite pe termen lung 60, resurse din care sunt utilizate 245, pentru achiziţie de imobilizări corporale 210, financiare 10 şi distribuire de dividende 25. NFR creşte cu 240, cea mai mare influenţă având-o creşterea creanţelor clienţi, creşterea stocurilor şi scăderea furnizorilor.

Pentru anul N+2 – FR scade cu 20, ca urmare a atragerii de resurse suplimentare pe termen lung de 285, din capacitatea de autofinanţare 195 şi noi credite pe termen lung 90, resurse din care sunt utilizate 305, pentru achiziţie de imobilizări corporale 220, financiare 55 şi distribuire de dividende 30. NFR creşte cu 10.

Pentru anul N+3 – FR creşte cu 10, ca urmare a atragerii de resurse suplimentare pe termen lung de 295, din capacitatea de autofinanţare 245 şi noi credite pe termen lung 50, resurse din

care sunt utilizate 285, pentru achiziție de imobilizări corporale 250, financiare 5 și distribuire de dividende 30. NFR crește cu 100, cea mai mare influență având-o scăderea creanțelor clienți.

Diferența majoră, la nivelul tabloului de finanțare, dintre cele două companii o reprezintă nivelul investițiilor (Compania 2 realizează investiții semnificativ mai ridicate) și dinamica necesarului de fond de rulment (Compania 2 înregistrează o creștere semnificativă a acestui indicator, ceea ce indică probleme în gestiunea pe termen scurt).

7.3. Tabloul fluxurilor de trezorerie

O analiză mai amănunțită a cash flow-ului poate fi realizată prin utilizarea Tabloului fluxurilor de trezorerie, prin descompunerea cash flow-ului total în componantele CF de exploatare, CF de investiții, CF de finanțare. Mai jos sunt înregistrate fluxurile de încasări și plăți aferente celor două companii:

	Compania 1			*Compania 2*		
	N+1	*N+2*	*N+3*	*N+1*	*N+2*	*N+3*
CAF	105	85	95	165	195	245
- creștere NFR	95	-15	-50	240	10	100
CF exploatare	***10***	***100***	***145***	***-75***	***185***	***145***
noi credite	20	20	20	60	90	50
- dividende	15	10	15	25	30	30
CF finanțare	***5***	***10***	***5***	***35***	***60***	***20***
- cump. imob. corporale	35	35	30	210	220	250
- cump. imob. financiare	60	10	10	10	55	5
CF investiții	***-95***	***-45***	***-40***	***-220***	***-275***	***-255***
CF total	***-80***	***65***	***110***	***-260***	***-30***	***-90***

Compania 1:

Pentru anul N+1 CF negativ este determinat de politica de investiții. Investițiile realizate în acest an sunt eficiente, CF de exploatare din anii următori fiind semnificativ mai mari. Compania continuă să investească, în proiecte de amploare mai redusă, performanța de exploatare îmbunătățindu-se.

Compania 2:

Cel mai critic an este N+1, în care activitatea de exploatare generează mai multe plăți decât încasări. Totuși, compania reușește să realizeze importante achiziții de imobilizări, care vor conduce la îmbunătățirea substanțială a performanței de exploatare. Nivelul negativ al CF total pentru perioada celor trei ani este generată de investițiile masive pe care această companie le realizează.

7.4. În tabelul de mai jos sunt calculate CF utilizate în evaluare – CF de gestiune, CFD, CFD acționari, CFD creditori pentru compania Zbor:

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

	N	*N+1*	*N+2*	*N+3*
			190,6	
PN	273	202	8	231
+ dobânzi	25	50	50	40
+ amortizare	50	60	63	45
			303,6	
= CF gestiune	**348**	**312**	**8**	**316**
– Δimobilizări		160	113	-55
– ΔACN		40	240	-180
= CFD		**112**	**-49,32**	**551**

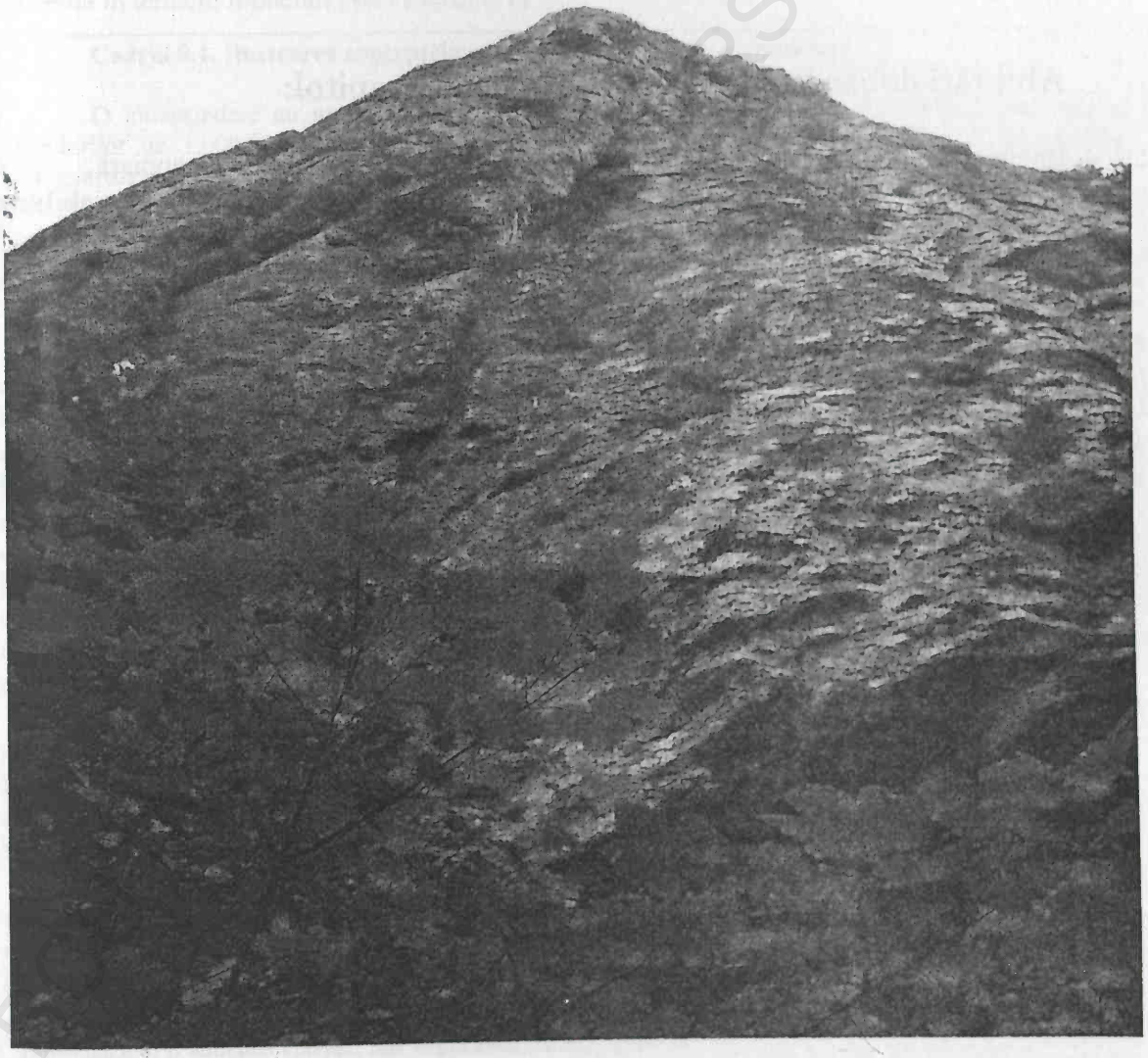
	N	*N+1*	*N+2*	*N+3*
PN	273	202	190,68	231
– ΔCPR		90	90	20
= CFD acționari		**112**	**100,7**	**211**
dobânzi	25	50	50	40
– ΔDAT		50	200	-300
= CFD creditori		**0**	**-150**	**340**

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 8

Diagnosticul rentabilităţii

A te ocupa de un lucru nefolositor e totuna cu a fi trândav.
Abatele Prevost



UNIVERSITY LIBRARY

După parcurgerea acestui capitol, puteți avea abilitatea de a identifica principalele forme de exprimare și cei mai recunoscuți factori determinanți ai rentabilității companiei.

Analizând contul de profit și pierdere al companiei pe care o conduceți, ați constatat că, deși rezultatul de exploatare al acesteia este pozitiv, rezultatul net a fost negativ. În condițiile în care capitalurile proprii sunt negative, totuși, rentabilitatea financiară a companiei este pozitivă și chiar are un nivel ridicat, de 25%. Cunoscând această nouă informație, situația vi se pare mai liniștitoare?

Abilităţi dobândite în urma citirii acestui capitol:

- Înțelegerea semnificației indicatorilor de rentabilitate economică și financiară;
- Înțelegerea relației dintre rata de rentabilitate financiară, rata de rentabilitate economică și rata dobânzii la creditare;
- Înțelegerea mecanismului de descompunere a ratelor de rentabilitate în sistemul DuPont.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

8.1. O introducere în context

Pentru o parte din cititori, este posibil ca demarcația dintre conceptele de profitabilitate și rentabilitate să nu fie (încă) foarte vizibilă. Confuzia este accentuată de terminologia anglo-saxonă, importată pe scară largă în practica din România și Moldova, dar și în tot mai lucrări de specialitate, de multe ori termenul de *return* referindu-se atât la *câștig*, cât și la *rentabilitate*. În domeniul economic, termenul *return* se referă la *câștig*. Acest câștig poate lua forma salariului, rentei, dobânzii, dar și a profitului (de unde legătura cu domeniul financiar).

În engleză, în domeniul financiar, *rate of return* exprimă o *rată de rentabilitate*. Uneori, în jargon financiar, denumirea utilizată este de *return*.

Pentru a nu complica inutil o problemă simplă, în prezenta lucrare definim profitabilitatea drept starea în care întreprinderea obține profit (veniturile sunt superioare cheltuielilor), cu reversul neprofitabilitate. Rentabilitatea se referă la calitatea întreprinderii de a desfășura o activitate eficientă în termeni monetari (vezi cadrul 8.1).

Cadrul 8.1. Ilustrarea conceptelor de *profitabilitate* și de *rentabilitate*

O întreprindere cu un activ economic egal cu 1.000.000 u.m. înregistrează un nivel total al veniturilor de 1.000.000 u.m. și un nivel total al cheltuielilor egal cu 999.999 u.m. Ca urmare, înregistrează un profit egal cu o u.m. Se poate spune că întreprinderea este profitabilă, întrucât înregistrează un profit (nu înregistrează pierdere). Pe de altă parte, nivelul eforturilor (măsurat fie prin prisma capitalului investit, fie prin cea a cheltuielilor efectuate), chiar și intuitiv, pare mult prea ridicat pentru cei mai mulți pentru a justifica angrenarea în activitatea respectivă din perspectiva rentabilității. Spunem că afacerea este profitabilă, dar nu și că este rentabilă.

În cele ce urmează, ne vom referi la principalele aspecte legate de rentabilitatea companiilor. Ratele de rentabilitate exprimă raportul dintre un indicator de efect (rezultatul investiției) și unul de efort (de cele mai multe ori, capitalurile investite), ambii indicatori fiind exprimați în unități monetare. Se poate constata faptul că rentabilitatea este un indicator de eficiență. Indicatorii de efort pot fi exprimați atât în valori contabile, cât și în valori de piață (vezi capitolul 3). Atenționăm cititorul că există o mare diversitate privind denumirile și relațiile de calcul asociate indicatorilor de rentabilitate. Din păcate, de foarte multe ori, utilizarea unor termeni identici pentru relații de calcul diferite sau chiar cu semnificații diferite pot deruta utilizatorii rapoartelor de analiză, mai ales în absența unor clarificări. Din această perspectivă, recomandăm celor care elaborează rapoarte de analiză definirea indicatorilor, iar utilizatorilor acestor rapoarte de analiză – clarificarea conceptelor[1].

Din punct de vedere logic, numitorul din relațiile de calcul trebuie să fie strict pozitiv. Cu alte cuvinte, nu are sens comensurarea eficienței cât timp efortul a fost negativ (chiar, oare ce ar însemna un efort negativ?). În cazul în care această condiție nu este respectată, ratele de rentabilitate nu trebuie calculate, întrucât sunt lipsite de coerență din punct de vedere economico-financiar (vezi capitolul 3).

Cele mai utilizate rate de rentabilitate sunt cea economică și cea financiară, acestora fiindu-le dedicate subcapitolele 8.2 și 8.3 ale acestei cărți. Alături de acestea sunt utilizate și rata rentabilității comerciale și rata rentabilității costurilor, asupra acestora concentrându-ne în subcapitolul 8.4. O analiză a factorilor cauzali ai rentabilităților folosită pe scară largă în

[1] Bineînțeles, și o atitudine contrară este explicabilă, nu doar prin liniștea celor care știu prea puțin pentru a-și pune probleme sau au un nivel ridicat de auto-suficiență, ci și prin dorința de a menține starea de asimetrie informațională între furnizorii rapoartelor de analiză și utilizatorii acestora, preludiu al unor probleme de mandat (vezi capitolul 1).

managementul financiar este Analiza (Sistemul) DuPont – aceasta va face obiectul subcapitolului 8.5. În subcapitolul 8.6 vom pune în evidență relația dintre rentabilitatea economică, rentabilitatea financiară și rata dobânzii la creditare (relația Modigliani-Miller)[2].

8.2. Rentabilitatea economică a întreprinderii

Rentabilitatea economică (în engleză, *return on assets*, prescurtat uzual *ROA*) exprimă eficiența utilizării activelor companiei. Logica de bază a indicatorilor este deci de a evidenția capacitatea întreprinderii de a-și utiliza activele în mod eficient[3]. Pentru a înțelege logica indicatorului, este necesară identificarea indicatorilor de efect și de efort. Discuții apar în legătură cu ambii termeni aplicabili. Astfel, există numeroase rate denumite „economice", fiecare cu propria relație de calcul și cu puterea sa informațională[4]. În general, o rată de rentabilitate economică se calculează ca raport între un indicator de rezultate și capitalurile investite în activele întreprinderii.

Drept indicator de rezultate, în mod uzual, se utilizează:

- excedentul brut din exploatare;
- rezultatul din exploatare;
- rezultatul din exploatare din care s-a scăzut impozitul pe profit;
- rezultatul curent;
- rezultatul brut;
- rezultatul net.

În general, în calculul indicatorului se utilizează nivelurile anuale ale rezultatelor. Diversitatea de opinii privind indicatorul optim utilizat drept efect este explicabilă prin valențele informaționale diferite ale acestora (vezi capitolul 5 al lucrării noastre pentru tratarea acestui aspect).

În ceea ce privește indicatorul de efort, se poate utiliza fie activul economic (vezi capitolul 4 pentru detalii legate de bilanțul economic), fie activul total. Preferința pentru unul sau altul dintre indicatori merită subordonată scopului analizei. Astfel, în cazul în care analistul urmărește să evidențieze capacitatea managerului de a gestiona eficient activele companiei și de a genera rezultate utile, în calcule merită utilizat activul total. Mai mult, pentru o analiză și mai profundă, ar merita luate în considerare toate activele utilizate de companie, chiar dacă acestea sunt închiriate și, deci, nu apar în bilanțul companiei. În cazul în care există informații suficiente și credibile (vezi de exemplu, cazul unei analize interne), calculul unei rentabilități care să țină cont de toate activele utilizate pentru desfășurarea activității de bază (excluzând deci din analiză activele redundante, dar ținând cont de activele utilizate în activitatea de bază, chiar dacă nu se află în proprietatea companiei) va oferi exact imaginea credibilă a rentabilității activității de exploatare. În cazul în care urmărim eficiența utilizării resurselor financiare stabile – deci o perspectivă a investorilor – activul economic poate fi preferat.

În general, în practică, ratele de rentabilitate sunt calculate prin raportarea indicatorilor de rezultate la nivelul înregistrat fie la începutul exercițiului financiar, fie la finele acestuia, fie ca o medie a celor două (de cele mai multe ori, se utilizează media aritmetică)[5]. Dintr-o perspectivă

---

[2] Modigliani, Franco; Miller, Merton, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 1958, pp. 261-297.

[3] Având în vedere egalitatea bilanțieră *activ = capitaluri proprii + datorii*, o intepretare echivalentă a indicatorului este de eficiență a utilizării capitalurilor investite de acționari și creditori, considerați un ansamblu omogen de stakeholderi.

[4] Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura IRECSON, București, 2005, p. 56 și urm.

[5] În aceeași logică, se poate utiliza un nivel mediu al indicatorului de efort, ca medie aritmetică a indicatorilor de efort utilizați, ponderați în funcție de perioadele în care au fost la dispoziția întreprinderii.

logică, dar superficială, prima abordare pare a fi cea mai indicată. Prin aceasta, rata de rentabilitate exprimă efectul utilizării unor active avute la dispoziție la începutul anului. Pe de altă parte, pe parcursul unui an, structura activelor se poate modifica, ceea ce poate face preferabilă abordarea bazată pe medie, cu condiția relevanței acesteia[6]. În fine, pentru comoditate, se poate utiliza și calculul bazat pe valoarea activelor la finele perioadei.

Dintre ratele de rentabilitate economică, cea care a dobândit cea mai largă recunoaștere în analiza financiară în ultimii ani este cea calculată ca raport între rezultatul activității de exploatare (RE), din care s-a scăzut impozitul pe profit (IP), și activul economic[7]:

$$R_{ec} = \frac{RE - IP}{AE}. \tag{8.1}$$

Pentru a ține cont de logica indicatorului, în cazul în care există informațiile disponibile, se vor exclude din activul economic activele redundante, precum și elementele de activ care nu generează rezultate pentru activitatea de exploatare (vezi, de exemplu, imobilizările financiare), dar se vor adăuga activele utilizate de companie și care nu se află în proprietatea acesteia. Motivul este dat de sensul indicatorului – de rezultat al activității de exploatare, deci nu de efect al utilizării tuturor activelor. Totodată, impozitul pe profit ar trebui să fie numai cel aferent rezultatului de exploatare considerat – deci nu ar trebui să țină cont de impactul activităților cu caracter financiar și extraordinar (sau chiar al celor cu caracter social). Recunoaștem, totuși, că de cele mai multe ori, în practică, probabil din comoditate, aceste aspecte ce par a ține de finețe sunt neglijate.

Pentru a exprima indicatorii în mărimi reale, se utilizează relația lui Fisher, care exprimă relația dintre rata exprimată în termeni nominali (r_n), rata exprimată în termeni reali (r_r) și rata inflației (r_i) (vezi capitolul 3 al lucrării noastre).

Calculată conform acestei relații, rata de rentabilitate economică este cea mai edificatoare în comparația cu rata dobânzii la credite. În cazul în care societatea comercială înregistrează o rată a rentabilității economice superioară ratei medii a dobânzii la creditele contractate, se confirmă că aceasta poate folosi resursele financiare procurate de la împrumutători cu un grad suficient de eficiență, astfel încât să se poată plăti costul datoriilor și, în plus, să rezulte un spor de rentabilitate care să poată fi utilizat de întreprindere în activitatea ei. Se spune că societatea comercială beneficiază de un efect de levier financiar (efect de pârghie financiară). Dimpotrivă, în cazul în care rata dobânzii la credite este mai mare decât rata rentabilității economice, pentru fiecare nouă datorie contractată, compania va trebui să identifice surse de finanțare alternativă, din care să poată suporta costul datoriilor.

O rată de rentabilitate economică asemănătoare din punctul de vedere al modului de calcul evidențiază rentabilitatea capitalurilor investite de proprietari și creditori. În condițiile în care diferența dintre rezultatul de exploatare și impozitul pe profit este aproximativ egală cu suma dintre profitul net și cheltuielile cu dobânzile, respectiv câștigurile proprietarilor și creditorilor, rata de rentabilitate economică prezentată mai sus s-ar calcula conform relației:

$$R_{ec} = \frac{profit\ net + cheltuieli\ cu\ dobânzile}{AE}, \tag{8.2}$$

unde:

AE – activul economic al întreprinderii = capitaluri proprii + datorii bancare.

---

[6] Pentru cei mai mulți dintre noi, a sta cu jumătate din corp la 100°C și cu cealaltă la -50°C nu generează starea oferită de o temperatură plăcută de 25°C (media aritmetică a celor două temperaturi extreme).

[7] Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura IRECSON, București, 2005, p. 56.

În acest caz, nu mai trebuie eliminate din activul economic activele redundante, şi nici nu mai trebuie adăugate activele de exploatare care nu se află în proprietatea companiei. Ele constituie resurse financiare alocate de investitori, indiferent dacă societatea comercială le utilizează sau nu.

Calculată în acest mod, rata de rentabilitate economică exprimă o eficienţă a utilizării fondurilor investite de acţionari şi creditori. Ca reper, indicatorul merită comparat cu ratele de randament ce s-ar putea obţine la plasamentele alternative ale resurselor financiare.

8.3. Rentabilitatea financiară a întreprinderii

Rentabilitatea financiară (în engleză, *return on equity*, de cele mai multe ori prescurtat, *ROE*) serveşte evidenţierii performanţei companiei din perspectiva acţionarilor. În ceea ce priveşte modalitatea de calcul al acestui indicator, este cvasi-unanim acceptată raportarea rezultatului net (RN) la capitalurile proprii ale companiei (CPR) (fie capitalurile proprii din bilanţul contabil, pentru analiza în valori contabile, fie capitalizarea bursieră a companiei, în cazul analizei în valori de piaţă)[8]:

$$R_{fin} = \frac{RN}{CPR}. \tag{8.3}$$

Din perspectiva acestui indicator, o companie performantă ar trebui să genereze o rentabilitate financiară superioară ratei de rentabilitate solicitate de investitori. Uneori, pentru comoditate, un *proxy* pentru aceasta îl poate constitui rata dobânzii la depozite, cu motivaţia că, în cazul în care acţionarii nu ar fi recompensaţi măcar la acest nivel minim, ar putea realiza un arbitraj comod, transferându-şi fondurile către sistemul bancar. Există cel puţin două limite ale acestui raţionament. În primul rând, riscurile celor două tipuri de plasamente (acţiuni versus depozite bancare) sunt fundamental diferite. În cel de al doilea rând, sistemul bancar îşi fundamentează rezultatele pe rezultatele economiei reale – în cazul în care nu există suficiente entităţi performante în economie, băncile nu vor putea oferi randamente satisfăcătoare decât pe termen scurt.

Uneori, remunerarea acţionarilor nu se realizează exclusiv din profiturile nete înregistrate de întreprindere, ci şi din salarii (acţionarul joacă şi rolul de salariat al întreprinderii), sau chiar dobânzi ce revin acestora din calitatea lor de furnizori de capital. Uneori, din motive ce ţin de reglementările fiscale, proprietarii ce joacă şi rolul social de salariaţi preferă salarii mai ridicate în locul unor dividende dublu impozitate[9]. În aceste condiţii, rentabilitatea financiară calculată pe baza profitului net nu va surprinde nivelul efectiv al remunerării acţionarilor sau asociaţilor. Dacă în practică sunt întâlnite astfel de situaţii, se recomandă luarea în calcul a surplusului de salarii (peste nivelul normal, corespunzător activităţii desfăşurate) în determinarea profitului ce revine proprietarilor[10].

---

[8] Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediţia a doua, Editura Economică, Bucureşti, 2002, p. 63; Anghel, Ion, *Falimentul*, Editura Economică, Bucureşti, 2002, p. 31; Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Ţâţu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racşa, Anda, *Abordări practice în finanţele firmei*, Editura IRECSON, Bucureşti, 2005, p. 57; Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia a patra, Editura Economică, Bucureşti, 2007, p. 760 etc. Uneori, indicatorul este denumit „rată a rentabilităţii capitalurilor proprii" (vezi Antoniu, Nicolae; Adochiţei, Mihai; Cristea, Horia ş.a., *Finanţele întreprinderilor*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1993, p. 136).

[9] Pentru început, profitul brut al companiei este supus impozitării – vezi impozitul pe profit; partea din acest profit distribuită sub formă de dividende este apoi supusă impozitului pe dividende.

[10] Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Obreja, Laura; Dragotă, Mihaela, *Management financiar*, ediţia întâi, volumul 1, Editura Economică, Bucureşti, 2003, p. 249.

Un alt aspect ce solicită atenție este nivelul provizioanelor pentru riscuri și cheltuieli. Atâta timp cât nu sunt alocate, aceste resurse sunt utilizate în finanțarea activității întreprinderii, fiind puse la dispoziția acesteia de proprietari. Atunci când suma acestor provizioane este considerabilă, eliminarea lor din calculul rentabilității financiare poate determina o supraevaluare substanțială a acestui indicator[11].

Ca logică a indicatorului, rata rentabilității financiare pornește de la ipoteza inexistenței unor conflicte între acționari (acționarii sunt interpretați ca fiind o populație omogenă, cu obiective identice). Ca urmare, se presupune că ei sunt interesați ca întreprinderea în care au investit să genereze profit – indiferent dacă acesta se va utiliza pentru recompensarea directă pe termen scurt a acționarilor – prin intermediul dividendelor distribuite –, sau prin investirea profitului în companie, în speranța obținerii unor rezultate în viitor.

Din această perspectivă, modul de calcul al indicatorului poate fi nuanțat. Astfel, în cazul în care se dorește evidențierea rentabilității efective de care beneficiază acționarii minoritari ai întreprinderii, se poate utiliza o rată de rentabilitate aferentă acționarilor minoritari (R_{mino}), calculată ca raport între dividendele distribuite (Div) și capitalul social subscris și vărsat (din punctul de vedere al analizei contabile, indicator elocvent mai ales în perioadele de demaraj al afacerii) sau capitalizarea bursieră (din punctul de vedere al analizei în valori de piață) (CSCB):

$$R_{mino} = \frac{Div}{CSCB}. \tag{8.4}$$

O astfel de rată este utilă analizei din punctul de vedere al acționarilor minoritari, care nu pot influența în mod consistent deciziile cu privire la distribuirea profitului. Pe baza unui astfel de indicator, aceștia se pot orienta spre investițiile companiilor în care acționarii minoritari beneficiază de un tratament corect, respectiv principiile de guvernanță corporativă sunt respectate[12].

8.4. Alte rate de rentabilitate

Alături de ratele de rentabilitate economică și financiară, în anumite cazuri sunt utilizate și alte rate denumite de rentabilitate, dintre care rentabilitatea comercială și rentabilitatea costurilor sunt cele mai întâlnite.

Rentabilitatea comercială se calculează ca raport între rezultatul net (RN) și cifra de afaceri (CA):

$$R_{com} = \frac{RN}{CA}. \tag{8.5}$$

După cum poate observa un cititor atent (și puțin cârcotaș), indicatorul prezintă anumite limite, motiv pentru care în ultimul timp este denumit ***rată a marjei nete***, renunțându-se deci la

[11] Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Obreja, Laura; Dragotă, Mihaela, *Management financiar*, ediția întâi, volumul 1, Editura Economică, București, 2003, p. 249.

[12] Pentru aprofundarea acestor aspecte, vezi, printre altele: Obreja Brașoveanu, Laura (coordonator); Dragotă, Victor; Dragotă, Ingrid-Mihaela; Semenescu, Andreea; Stoian, Andreea; Hândoreanu, Cătălina; Mitroi, Adrian; Morar Triandafil, Cristina, *Piața de capital*, Editura ASE, București, 2011, capitolul 3; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Cataramă, Delia; Semenescu, Andreea; Lăcătuș, Carmen Maria, "Minority Shareholders' Protection: The Romanian Experience", *Theoretical and Applied Economics*, No. 2/2009, pp. 35-48; Dragotă, Victor, "Minority shareholders' protection in Romanian capital markets: evidence on dividends", *Euro-Mediterranean Economics and Finance Review*, Vol. 1, No. 1, January 2006, pp. 76-89, http://emefir.france-paris.org/emefir1.pdf. Câteva aspecte legate de această problemă sunt prezentate și în capitolul 11 al acestei cărți.

apelativul de rată de rentabilitate. Astfel, în mod normal, un indicator de rentabilitate are drept prezumție dezirabilitatea unor efecte mari și/sau a unor eforturi mici. În ceea ce privește acest indicator, însă, dacă dorința de maximizare a rezultatului net este intuitivă, scopul de a înregistra o cifră de afaceri redusă este discutabil.

Cât timp nivelul acestuia este pozitiv, indicatorul specifică ponderea rezultatului net în cifra de afaceri. Un nivel negativ al indicatorului relevă o lipsă de performanță, materializată în incapacitatea companiei de a genera profit. În acest sens, cu cât mărimea indicatorului este mai redusă (sau mai mare în modul), cu atât compania este mai puțin performantă. Indicatorul poate fi interpretat, de asemenea, din perspectiva diagnosticului comercial (vezi subcapitolul 11.3.2).

Rentabilitatea costurilor se calculează ca raport între rezultatul net și totalul cheltuielilor efectuate de companie:

$$R_{costuri} = \frac{RN}{total\ cheltuieli}. \tag{8.6}$$

Exprimat în termeni procentuali, indicatorul poate fi interpretat ca număr de lei de rezultat net al companiei la o sută de lei de cheltuieli. Fiind un indicator de rentabilitate, cu cât nivelul acestuia este mai ridicat, și performanța companiei este mai mare. În ultimii ani, rentabilitatea costurilor este folosită pe scară mai redusă în analiza financiară din România.

8.5. Descompunerea DuPont

Orice indicator financiar coerent reprezintă cuantificarea unei realități de la nivelul companiei, rezultat al acțiunii anumitor factori, ce pot fi măsurați de asemenea prin intermediul unor indicatori. Ratele de rentabilitate nu fac excepție. Descompunerile DuPont[13] evidențiază factorii cauzali ai ratelor de rentabilitate economică și financiară. Teoretic, se pot realiza numeroase astfel de descompuneri pe factori determinanți.

Astfel, rata rentabilității economice poate fi determinată pe baza produsului dintre o rată a rentabilității comerciale și o viteză de rotație, pe baza descompunerii următoare[14]:

$$R_{ec} = \frac{RE - IP}{AE} = \frac{RE - IP}{CA} \cdot \frac{CA}{AE} = R_c \cdot V_r, \tag{8.7}$$

unde:

RE – rezultatul de exploatare;
IP – impozitul pe profit;
CA – cifra de afaceri;
R_c – o formă de rată a rentabilității comerciale (rata marjei brute);
V_r – viteză de rotație (numărul de rotații ale activului economic prin cifra de afaceri).

Ratele de rentabilitate comercială (ratele de marjă) evidențiază partea din cifra de afaceri ce revine anumitor deținători de interese (proprietari, împrumutători, societatea comercială însăși, ca entitate). Cea mai cunoscută rată de acest tip o constituie rata marjei nete, calculată ca raport între profitul net și cifra de afaceri. Prin analogie cu aceasta din urmă, putem privi toate aceste rate ca fiind un fel de „adaosuri comerciale" practicate de societatea comercială. Vitezele de rotație

[13] Denumirea acestui mecanism de analiză provine de la compania care l-a implementat – E. I. du Pont de Nemours and Company, sau, prescurtat, DuPont, societate comercială din Statele Unite ale Americii, cu principal domeniu de activitate în industria chimică (http://en.wikipedia.org/wiki/DuPont_Corporation).

[14] Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura IRECSON, București, 2005, pp. 58-59.

evidențiază practic capacitatea managerului de a gestiona eficient activele pe care le are la dispoziție (vezi capitolul 6).

Ca logică a analizei, pentru a-și îmbunătăți nivelul rentabilității economice, societatea comercială poate acționa fie în sensul creșterii ratei de marjă, fie în sensul accelerării vitezei de rotație. De remarcat că aceste două strategii par divergente: în cazul în care se practică prețuri mari de vânzare, produsele se vor vinde mai greu; deci se va încetini viteza de rotație a acestora. Societatea comercială poate, în cazul unui management performant, să acționeze în ambele direcții. Pentru aceasta, se poate acționa comparând nivelurile indicatorilor-cauză cu nivelurile de referință asociate acestora.

Alături de această descompunere, există și altele, recomandate de diverse lucrări de specialitate. De exemplu, rata de rentabilitate economică poate fi scrisă și ca:

$$R_{ec} = \frac{RE}{VA} \cdot \frac{VA}{IMO} \cdot \frac{IMO}{AE}, \tag{8.8}$$

unde:

VA – valoarea adăugată;
IMO – imobilizările nete.

În această relație, $\frac{RE}{VA}$ poate fi interpretată ca o rată de marjă (ponderea rezultatului de exploatare în valoarea adăugată), $\frac{VA}{IMO}$ – ca un indicator de productivitate a imobilizărilor, iar $\frac{IMO}{AE}$ (coeficientul investițiilor strategice), ca o măsură a calității activelor companiei (ponderea mai mare a imobilizărilor în total active putând fi considerată o măsură a investirii în active fixe valoroase, probabil moderne, performante etc.).

În plan managerial, pe baza acestei descompuneri, analizând nivelurile celor trei indicatori, o companie poate să crească nivelul rentabilității sale economice fie prin creșterea ponderii rezultatului de exploatare în valoarea adăugată (în principal, prin scăderea cheltuielilor cu personalul, cu impozitele și taxele diverse, precum și a amortizării și provizioanelor), fie prin creșterea productivității imobilizărilor (de exemplu, prin reducerea timpului de inactivitate a echipamentelor), fie prin creșterea nivelului ponderii imobilizărilor în total activ economic, mizându-se astfel pe tehnologizare.

Rata rentabilității financiare poate fi, de asemenea, descompusă în factori determinanți. Astfel, putem determina acest indicator ca produs a trei factori: rata marjei nete, rata de rotație a capitalurilor și rata de structură a capitalurilor:

$$R_{fin} = \frac{RN}{CA} \cdot \frac{CA}{AE} \cdot \frac{AE}{CPR}, \tag{8.9}$$

unde:

$R_{com} = \frac{RN}{CA}$ reprezintă rata marjei nete (rata rentabilității comerciale), $\frac{CA}{AE}$ rata de rotație a activului economic prin cifra de afaceri, iar $\frac{AE}{CPR}$ o rată de structură a capitalurilor. Ca observație, cea din urmă rată, $\frac{AE}{CPR}$, poate fi scrisă ca funcție de gradul de îndatorare:

B.C.U. „M. EMINESCU" IAȘI

$$\frac{AE}{CPR} = \frac{CPR + DTL}{CPR} = 1 + \frac{DTL}{CPR}, \tag{8.10}$$

unde:

DTL – datorii pe termen lung.

Lista acestor descompuneri poate fi extinsă uşor. Pentru detalieri, recomandăm subcapitolul 9.8 din prima ediţie a lucrării noastre[15].

8.6. Condiţionarea între rentabilitatea economică, rentabilitatea financiară şi rata dobânzii la creditare

Activul economic poate fi considerat un estimator al resurselor materiale (imobilizări şi active circulante nete; facem abstracţie de partea finanţată din datorii de exploatare) existente la nivelul întreprinderii. Modul de utilizare a acestor resurse determină nivelul cash flow-ului disponibil la nivelul întreprinderii, sursă de remunerare a acţionarilor (prin cash flow-ul disponibil pentru acţionari) şi a creditorilor (prin cash flow-ul disponibil pentru creditori). În ceea ce priveşte eficienţa utilizării resurselor materiale, rentabilitatea economică reprezintă o rată de rentabilitate a activului economic al întreprinderii. Având în vedere faptul că activul economic poate fi finanţat din capitaluri proprii şi datorii financiare pe termen lung, este intuitiv faptul că rentabilitatea economică poate fi exprimată ca o medie aritmetică ponderată a rentabilităţii capitalurilor proprii (rentabilitatea financiară) şi a rentabilităţii capitalurilor împrumutate (rata dobânzii la credite). Principalele corelaţii evidenţiate mai sus pot fi ilustrate grafic ca în figura 8.1.

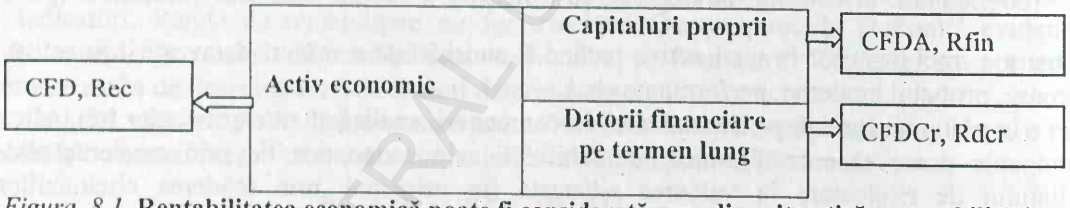


Figura 8.1. **Rentabilitatea economică poate fi considerată o medie aritmetică a rentabilităţilor capitalurilor investite de acţionari şi creditori, ponderată în funcţie de fiecare tip de capital investit. În această figură, CFD – cash flow-ul disponibil al întreprinderii, CFDA – cash flow-ul disponibil pentru acţionari, CFDCr – cash flow-ul disponibil pentru creditori, Rec – rentabilitatea economică, Rfin – rentabilitatea financiară, Rdcr – rata medie anuală a dobânzii la credite**

Ca atare, putem scrie:

$$R_{ec} = R_{fin} \cdot \frac{CPR}{AE} + R_{dcr} \cdot \frac{DATfin}{AE}, \tag{8.11}$$

unde:

R_{dcr} – rata medie anuală a dobânzii la credite.

Deşi are o logică impecabilă, pentru operaţionalizarea acestei relaţii de calcul, trebuie să se ţină cont de câteva aspecte, care pot modifica puţin logica analizei. Scopul acestei analize este subordonat evidenţierii performanţei utilizării capitalurilor procurate de la investitori. Astfel, rentabilitatea economică este interpretată ca o cuantificare a eficienţei capitalurilor investite de

[15] Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Obreja, Laura; Dragotă, Mihaela, *Management financiar*, ediţia întâi, volumul 1, Editura Economică, Bucureşti, 2003, pp. 258-262.

furnizorii de capitaluri (acționari și creditori). În practică, rezultatul de exploatare poate fi obținut ca urmare a utilizării unor active finanțate pe seama datoriilor de exploatare sau chiar a unor active în afara exploatării (de exemplu, activele în leasing). Pe de altă parte, deși sunt resurse financiare pe termen scurt, de multe ori pe termene de câteva zile, datoriile financiare pe termen scurt comportă cheltuieli cu dobânzile, care vor avea implicații asupra ratei dobânzii la credite. În funcție de scopul urmărit de analist, acesta va proceda fie la includerea fie la excluderea concomitentă atât a datoriilor financiare pe termen scurt, cât și a cheltuielilor cu dobânzile aferente acestora (impactul lor este luat în considerare în mărimea ratei dobânzii la credite).

În acest tip de analiză, utilizarea mediilor anuale reprezintă o necesitate. Altfel, s-ar putea să vă surprindă că o întreprindere a înregistrat cheltuieli cu dobânzile (deci există un cost asociat îndatorării), chiar dacă nivelul datoriilor financiare este nul atât la începutul, cât și la finele perioadei de analiză.

Pe baza relației de calcul (8.11), se poate deduce relația pusă în evidență de Modigliani și Miller (1958), conform căreia rentabilitatea financiară poate fi scrisă ca fiind egală cu[16]:

$$R_{fin} = R_{ec} + \underbrace{(R_{ec} - R_{dcr})\frac{DATfin}{CPR}}_{efectul\ de\ levier}. \qquad (8.12)$$

Relația pune în evidență dependența rentabilității financiare a societății comerciale de rentabilitatea economică a acesteia, dar și de „efectul de levier al îndatorării". Putem observa că, în condițiile în care societatea comercială înregistrează o rentabilitate economică superioară ratei dobânzii la creditare, pentru fiecare nou capital împrumutat, rentabilitatea financiară va crește. Cu alte cuvinte, în acest caz, este indicat ca societatea comercială să apeleze la noi datorii, pentru că astfel se va crește rentabilitatea financiară (a acționarilor)[17]. Cu toate acestea, decizia adoptată de managementul companiei nu trebuie să țină cont numai de situația istorică (de datele înregistrate în trecut), ci și de perspectivele companiei. De exemplu, în cazul în care rata de rentabilitate economică înregistrată anul trecut a fost de 21,07%, iar rata dobânzii la credite a fost de 21%, îndatorarea pare destul de periculoasă pentru creșterea ratei de rentabilitate financiară prin îndatorare, iar o analiză a riscului nu poate fi neglijată (vezi capitolul 10).

Referințe bibliografice

Anghel, Ion, *Falimentul,* Editura Economică, București, 2002

Antoniu, Nicolae; Adochiței, Mihai; Cristea, Horia ș.a., *Finanțele întreprinderilor*, Editura Didactică și Pedagogică, București, 1993

Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Obreja, Laura; Dragotă, Mihaela, *Management financiar,* ediția întâi, volumul 1, Editura Economică, București, 2003

Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura IRECSON, București, 2005

Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2002

Modigliani, Franco; Miller, Merton, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *The American Economic Review,* Vol. 48, No. 3, 1958, pp. 261-297

Stancu, Ion, *Finanțe*, ediția a patra, Editura Economică, București, 2007

[16] Modigliani, Franco; Miller, Merton, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *The American Economic Review,* Vol. 48, No. 3, June 1958, pp. 261-297.

[17] Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura IRECSON, București, 2005, p. 59.

Lecturi ulterioare

Dragotă, Victor, "Minority shareholders" protection in Romanian capital markets: evidence on dividends", *Euro-Mediterranean Economics and Finance Review*, Vol. 1, No. 1, January 2006, pp. 76-89, http://emefir.france-paris.org/emefir1.pdf

Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria; Cataramă, Delia; Semenescu, Andreea; Lăcătuş, Carmen Maria, "Minority Shareholders' Protection: The Romanian Experience", *Theoretical and Applied Economics*, No. 2/2009, pp. 35-48

Modigliani, Franco; Miller, Merton, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 1958, pp. 261-297

Obreja Braşoveanu, Laura (coordonator); Dragotă, Victor; Dragotă, Ingrid-Mihaela; Semenescu, Andreea; Stoian, Andreea; Hândoreanu, Cătălina; Mitroi, Adrian; Morar Triandafil, Cristina, *Piaţa de capital*, Editura ASE, Bucureşti, 2011, capitolul 3

Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia a patra, Editura Economică, Bucureşti, 2007

Verificaţi-vă cunoştinţele!

- Care este relaţia de calcul a ratei rentabilităţii financiare?
- Ce semnificaţie are rata de rentabilitate economică?
- Din punctul de vedere al cărui stakeholder este important calculul ratei de rentabilitate financiară?
- Ce înţeleg numeroşi practicieni prin termenul *ROE*? Dar prin *ROA*?
- În ce condiţii creşterea gradului de îndatorare determină majorarea ratei de rentabilitate financiară obţinută de întreprindere?
- În condiţiile în care rata rentabilităţii economice a unei companii este egală cu 18%, rata dobânzii la care firma se poate îndatora este de 13%, iar a dobânzii ce poate fi încasată pentru depozitele la bancă ale companiei este de 17%, compania merită să se îndatoreze?

Probleme şi studii de caz

8.1. O societate comercială cu activitate în comerţul *en detail* prezintă următoarele informaţii referitoare la exerciţiul financiar trecut:

Informaţii din bilanţ:
- total activ: 1.000;
- imobilizări: 400;
- active curente: 600;
- stocuri de mărfuri: 500;
- active de trezorerie: 100;
- capitaluri proprii: 300;
- datorii bancare pe termen lung: 200;
- datorii de exploatare: 400;
- dividende de plată: 100.

Informaţii din contul de rezultate:
- cifra de afaceri: 20.000;
- costul mărfurilor vândute: 10.000;
- cheltuieli cu personalul: 1.000 (considerate variabile);

- cheltuieli cu amortizarea: 100;
- cheltuieli cu impozite şi taxe diverse: 200;
- cheltuieli cu amenzi şi penalităţi plătite: 100;
- cheltuieli cu dobânzile: 50;
- cheltuieli extraordinare: 100.

Informaţii suplimentare:

- active imobilizate în afara exploatării: 100;
- cota de impozit pe profit: 16% (se presupune că rezultatul contabil este identic cu rezultatul impozabil).

Calculaţi ratele de rentabilitate economică şi financiară. Interpretaţi nivelurile indicatorilor. Evidenţiaţi impactul îndatorării asupra ratei de rentabilitate financiară.

8.2. O societate comercială a înregistrat în ultimele trei exerciţii financiare următoarele niveluri asociate indicatorilor de rentabilitate:

– % –

Indicator	Anul 1	Anul 2	Anul 3
Rentabilitate economică (EBIT – Impozit pe profit) / Activ economic	10	12	12
Rentabilitate financiară	11	9	7
Rentabilitate prin dividend (Dividend / capital propriu)	5	6	6

Structura acţionariatului: 58% Tom Gigi Majoritarul, 42% acţionari minoritari cu participaţii sub 0,1% din capital. Interpretaţi indicatorii din perspectiva acţionarului majoritar şi a celor minoritari.

8.3. O societate comercială specializată în desfacerea de produse alimentare a înregistrat în ultimele cinci exerciţii financiare rentabilităţi economice egale (în medie) cu aproximativ 15%. Pentru anul următor, se planifică deschiderea unui nou punct de desfacere, similar cu cele existente, fondurile necesare fiind acoperite într-o proporţie de 50% dintr-un credit bancar. Rata dobânzii la creditare este de 20%. Este atractivă această sursă de finanţare? Explicaţi.

8.4. O companie prezintă următoarele informaţii din bilanţul financiar: imobilizări: 1.000 u.m.; stocuri şi creanţe utilizate în activitatea de exploatare: 700 u.m.; active de trezorerie: 300 u.m.; capitaluri proprii: (-100) u.m.; datorii financiare: 1.000 u.m.; datorii de exploatare: 1.100 u.m. În ultimul exerciţiu financiar, compania a înregistrat un rezultat de exploatare egal cu 150 u.m. şi un nivel total al cheltuielilor cu dobânzile egal cu 100 u.m. Deşi a înregistrat un rezultat net negativ (-10 u.m.), compania a plătit un impozit pe profit egal cu 5 u.m. Compania a imobilizat 500 u.m. în menţinerea în patrimoniu a unui teren, contând pe o creştere de preţ (nematerializată până în prezent), acesta generând costuri diverse egale cu 60 u.m. şi aducând venituri de 5 u.m. Analizaţi rentabilitatea companiei şi identificaţi soluţii de îmbunătăţire a indicatorilor de rentabilitate.

Soluţii

8.1. Calculul şi intrepretarea indicatorilor nu ar trebui să ridice probleme. În ceea ce priveşte impactul îndatorării, se ţine cont de relaţia Modigliani-Miller.

8.2. Toţi indicatorii pot fi utili acţionarului cu putere de control. În plus, acţionarii minoritari vor fi extrem de circumspecţi în ceea ce priveşte nivelul rentabilităţii prin dividende. Chiar dacă societatea comercială funcţionează corespunzător, este posibil ca ei să nu fie recompensaţi în concordanţă.

8.3. Rata dobânzii la credite (20%) este superioară ratei medii a rentabilității economice înregistrate în trecut (15%). Cât timp nu există motive temeinice care să ne facă să credem că rentabilitatea companiei se va îmbunătăți, apelul la credite va determina scăderea rentabilității financiare (în baza efectului de levier, aici cu impact negativ: 15% < 20%). În cazul în care fondurile procurate prin credit vor putea fi utilizate pentru proiecte care să determine o rentabilitate mai mare de 20%, apelul la credit este oportun.

8.4. Calculul ratei de rentabilitate financiară este irelevant, întrucât capitalurile proprii sunt negative. În ceea ce privește calculul și interpretarea rentabilității economice, aceasta se poate realiza din perspectiva eficienței utilizării fondurilor investite de acționari și creditori (rezultatul acestora: -10 + 100 = 90 u.m.; investiția acestora: -100 + 1.000 = 900 u.m.; rentabilitatea economică: 10%), dar și din perspectivă managerială. Din acest punct de vedere, merită ținut cont că activul de exploatare utilizat efectiv este de 500 u.m. (diferența dintre imobilizările de 1.000 u.m. și valoarea terenului de 500 u.m.) – 100 u.m. (activul circulant net = 700 + 300 – 1.100), deci 400 u.m., care generează un rezultat de exploatare corectat cu impozitul pe profit (și cu rezultatul terenului) egal cu: 150 – 5 + 60 – 5 = 200 u.m. Rentabilitatea economică, ținând cont de activitatea efectivă de exploatare, ar fi în aceste condiții de 50%! O analiză mai aprofundată ar ține cont și de supra-dimensionarea activelor de trezorerie (15%!), precum și de existența unor cheltuieli nedeductibile la calculul impozitului pe profit. Se poate calcula și o rentabilitate a menținerii în patrimoniu a terenului (-11%). Soluțiile pot viza, printre altele: rentabilizarea sau lichidarea terenului, utilizarea fondurilor imobilizate în activele de trezorerie, un management fiscal mai performant (reducerea sau eliminarea cheltuielilor nedeductibile).

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 9

Diagnosticul financiar al riscului

Dacă găseşti un drum fără obstacole, probabil că drumul acela nu duce nicăieri.

J.F. Kennedy

Prin parcurgerea acestui capitol, veți înțelege semnificațiile multiple ale conceptului de risc, veți fi în măsură să identificați și să comensurați anumite tipuri de risc. O analiză completă a gestiunii financiare a întreprinderii trebuie să țină cont de corelația care există între rentabilitate și risc, astfel că, în general, managerul construiește strategii de maximizare a rentabilității în condițiile asumării unui anumit risc sau de minimizare a riscurilor în condițiile obținerii unei anumite rentabilități.

Să revenim la provocarea lansată în cadrul capitolului 7 – sunteți manager la o companie. Deciziile financiare de îndatorare, investiții, dividend pe care le fundamentați au ca scop atingerea obiectivului de maximizare a valorii de piață a companiei, care este influențată de mărimea cash flow-urilor viitoare.

Este expusă compania la riscuri?

Cash flow-urile viitoare depind de încasările și plățile viitoare, a căror mărime este influențată de o serie de factori, atât exogeni, cât și endogeni.

Astfel, este mai mult decât posibil ca performanțele efectiv înregistrate să fie diferite de cele previzionate, în sens favorabil sau nefavorabil. Cum pot fi explicate aceste diferențe?

Să presupunem că performanțele înregistrate sunt mai scăzute față de cele previzionate. Este „vina" managerului? Puteau fi luate măsuri pentru limitarea pierderilor? Ce e de făcut în viitor?

Probabil ca au fost neglijați anumiți factori de risc care au generat scăderea încasărilor (generată, de exemplu, prin scăderea prețului, a cantității de produse finite vândute sau prin creșterea perioadei de încasare a creanțelor) sau creșterea plăților (generată, de exemplu, prin creșterea costurilor de aprovizionare, a cheltuielilor salariale sau prin scăderea duratei de plată).

Se pune astfel problema care sunt aceste tipuri de risc și cum afectează activitatea companiei?

Pot fi reduse aceste riscuri sau trebuie acceptate și planificată gestionarea lor?

Abilități dobândite în urma citirii acestui capitol:

- Înțelegerea impactului îndatorării asupra întreprinderii;
- Identificarea surselor, a factorilor de risc ce determină variabilitatea rezultatelor întreprinderii, prin utilizarea analizei de sensibilitate sau a metodei scenariilor;
- Cuantificarea riscului prin intermediul indicatorilor statistici, sau analizată cu ajutorul arborelui de decizie, respectiv tehnica de simulare Monte Carlo;
- Înțelegerea importanței utilizării pragului de rentabilitate și a coeficientului de elasticitate a profitului net în raport cu cifra de afaceri;
- Înțelegerea, utilizarea și chiar construirea de funcții scor, „sinteza" factorilor ce stau la baza riscului de insolvență[1] al întreprinderii.

[1] În unele lucrări, este folosit termenul de „faliment" în locul celui de „insolvență". Pentru o înțelegere din punct de vedere juridic a acestui termen, vezi: http://www.codinsolventa.ro/legislatie/document/lege-85-din-2012-privind-procedura-insolventei-capitol-1-dispozitii-generale-1275-65912.html

9.1. Aspecte generale

Evident că orice companie se confruntă cu multe tipuri de risc. Unele sunt sistematice, deci nu pot fi reduse sau nu pot fi luate măsuri de protecție, cum ar fi schimbările legislative (pentru majoritatea companiilor[2]), altele sunt nesistematice, față de care compania poate lua măsuri de diminuare a efectelor negative.

Pentru a realiza analiza financiară a riscului se calculează și interpretează o serie de indicatori sub formă de rate. Diagnosticul financiar pe baza ratelor, atât de rentabilitate cât și de risc, este utilizat pentru evaluarea consecințelor financiare și economice ale deciziilor legate de activitatea de exploatare, dar și generate de politicile de investiții, finanțare și dividend. Analistul financiar care utilizează acest sistem de rate de rentabilitate și risc trebuie să țină cont, în construirea sau alegerea celor mai relevante rate, de ipostaza în care se află – de manager, acționar sau creditor, de obiectivele analizei, dar și de standardele potențiale de comparare a indicatorilor. Perspectiva din care analistul este interesat de diagnosticul financiar al rentabilității și riscului este foarte relevantă. Din punctul de vedere al managerului, diagnosticul trebuie să surprindă eficiența și riscurile aferente activității operaționale, aferente angajării și utilizării capitalului de lucru, a activelor imobilizate, a resurselor umane etc. Din punctul de vedere al acționarului, diagnosticul trebuie să surprindă rentabilitatea și riscurile aferente investiției realizate, modificările politicii de dividend și de reinvestire, dar și efectele pe care le generează politicile actuale și anticipate ale companiei asupra valorii de piață a companiei. Din punctul de vedere al creditorului, diagnosticul trebuie să surprindă efectele finanțării proiectelor asupra evoluției cash flow-urilor, dar și posibilitatea apariției unor consecințe negative, astfel că accentul este pus pe lichiditate, solvabilitate, îndatorare, serviciul datoriei.

În practică este chiar alarmantă frecvența situațiilor în care o investiție promițătoare devine o pierdere de răsunet. În contextul adoptării unui proiect de investiții, se poate ca performanțele previzionate ale acestuia să „promită" un succes în companie, dar în momentul punerii în exploatare să apară riscuri de care nu s-a ținut cont în previziune și față de care nu se poate adopta rapid o strategie de acoperire; astfel că realitatea generează rezultate mult sub cele previzionate. Astfel se justifică interesul ridicat al analiștilor financiari pentru cercetările din domeniul cuantificării și previziunii riscului întreprinderilor.

Se poate vorbi de investiții care nu implică riscuri? Astfel definit riscul, ne este greu să credem că pot exista investiții ce nu presupun niciun grad de risc pentru cei ce-și plasează capitalurile. Totuși, deja s-a consolidat ideea conform căreia investițiile garantate de stat au un risc relativ redus, considerat în mod convențional ca fiind egal cu zero. De exemplu, rentabilitatea investiției în bonuri de tezaur sau obligațiuni emise de stat este considerată fără risc. În general, garanția pe care statul o oferă investitorilor face aceste active (bonuri de tezaur sau obligațiuni) cele mai sigure investiții din economie. Teoretic vorbind, indiferent de evoluțiile ulterioare ale economiei, investitorii își vor recupera banii, la care se adaugă câștigul obținut la rentabilitatea promisă inițial.

Lucrurile stau altfel când este vorba de investițiile din sectorul privat. Rentabilitatea promisă posibililor investitori este, de regulă, diferită de cea efectiv realizată în viitor. Astfel, pe lângă o analiză de rentabilitate, se recomandă ca managerul să își concentreze atenția și asupra posibililor factori de risc ai investiției. Pe lângă estimarea rentabilității viitoare așteptate se impune și o cuantificare a riscului asociat realizării acesteia.

---

[2] Nu uitați de componenta politică a entităților economice (vezi capitolul 1). Companiile puternice pot influența, în anumite condiții, politicile guvernamentale, inclusiv prin măsuri care vizează modificarea cadrului legislativ.

Variabilitatea rezultatelor poate implica realizarea unei rentabilități mai mici decât cea așteptată; cu cât intervalul de variație a rezultatelor este mai mare, cu atât investiția respectivă este mai riscantă. Ca urmare, analiza tandemului rentabilitate – risc oferă o clasificare mai bună a oportunităților de investiții. Investitorii raționali, în general caracterizați prin aversiune la risc, vor exclude din listă acele investiții ce oferă aceeași rentabilitate, însă cu un risc mai mare, sau acele investiții care oferă rentabilități inferioare la același risc, iar opțiunea pentru una dintre oportunitățile rămase va depinde, în final, de gradul lor de aversiune față de risc. Cu alte cuvinte, investitorul va prefera alegerea acelei oportunități de investiții care asigură maximizarea rentabilității pe unitatea de risc asumată, respectiv minimizarea riscului pe unitatea de rentabilitate obținută.

Analiza riscului unei companii sau a riscului individual al unui proiect de investiții presupune următoarele etape:

- **identificarea surselor riscului și măsurarea impactului**, ce se poate realiza fie printr-o analiză de sensibilitate, prin metoda scenariilor, fie prin arborele de decizie;
- **cuantificarea riscului** – metodele folosite depind de orizontul de timp pe care se desfășoară proiectul de investiții analizat. Astfel dacă este vorba de o singură perioadă, indicatorii statistici ca: speranța matematică, abaterea medie pătratică și coeficientul de variație sunt în general suficienți pentru a ne forma o imagine despre gradul de risc al proiectului.

Analiza riscului unei întreprinderi este mult mai complexă, acesta fiind dat de impactul cumulat al tuturor riscurilor implicate de activitatea întreprinderii (de exploatare, de investiții, de finanțare). Dacă ținem cont și de interdependențele existente între activitățile, proiectele, cuprinse ca un tot în cadrul întreprinderii, măsurarea riscului devine foarte aproximativă.

9.2. Surse de risc și impactul acestora

Identificarea riscurilor și managementul acestora reprezintă un element cheie în fundamentarea strategiilor de management. Dacă înțelegem riscul în ambele sensuri, atât de creștere cât și de scădere a rezultatelor, deciziile de management trebuie să vizeze „stimularea" probabilității de succes, respectiv „descurajarea" probabilității de insucces. Astfel, trebuie identificate sursele de risc și adoptate strategiile prin care expunerea la risc aduce beneficii suplimentare, limitând pierderile generate de manifestarea părții negative a riscului.

Ceea ce implică un interes ridicat atunci când se analizează riscul unei întreprinderi este variabilitatea rezultatelor obținute în trecut, dar mai ales a celor viitoare. În cele ce urmează ne vom concentra atenția asupra cauzelor ce determină această variabilitate, pe care le vom denumi factori de risc. În cadrul acestei lucrări, analizăm doar factorii de risc economici, ceilalți presupunând o analiză mai delicată ce depășește obiectivul acestui studiu.

Să analizăm factorii care au impact asupra profiturilor și cash flow-urilor întreprinderii – utilizând varianta anglo-saxonă (vezi capitolul 5).

$$PN = (CA - CV - CF \text{ de exploatare monetare} - \text{Amortizări și provizioane}) - \text{Dobânzi} - \text{Impozit pe profit} \quad (9.1)$$

$$CF = (PN + \text{Amortizări și provizioane} - \Delta NFR) + CF \text{ de finanțare} + CF \text{ de investiții}, \quad (9.2)$$

unde:

PN – profitul net;
CA – cifra de afaceri;
CV – costurile variabile de exploatare;
CF de exploatare monetare – costurile fixe de exploatare monetare;

CF – cash flow[3];
ΔNFR – variația absolută a necesarului de fond de rulment;
CF de finanțare – cash flow de finanțare;
CF de investiții – cash flow de investiții.

Variabilitatea profitului și a cash flow-ului are o parte sistematică și una nesistematică. Prima componentă a riscului, cea sistematică, este rezultatul condițiilor generale ale economiei, sau ale pieței pe care concurează întreprinderea, în timp ce partea nesistematică este dată de specificul întreprinderii, politica adoptată de aceasta. Riscul sistematic al profitului și al cash flow-ului, respectiv al vânzărilor poate fi sintetizat prin intermediul coeficientului de volatilitate (β_{profit}, β_{CF} și $\beta_{vânzări}$) ce definește relația existentă între rezultatele întreprinderii și evoluția factorilor economici generali.

Variabilitatea rezultatelor întreprinderii este strâns legată de incertitudinea ce caracterizează cererea pentru produsele companiei, adică de variabilitatea vânzărilor (a cifrei de afaceri), care la rândul ei este influențată de evoluția pieței, a cotei de piață, a prețului. La aceasta se adaugă și incertitudinea privind nivelul costurilor materialelor sau serviciilor folosite în procesul de producție, nivelul cheltuielilor cu salariile și al altor cheltuieli de exploatare. În afară de factorii de risc ce afectează performanța din activitatea de exploatare, trebuie luați în considerare și factorii care afectează rezultatul financiar, respectiv evoluția ratelor de dobândă. În cazul în care întreprinderea are relații cu exteriorul, trebuie analizat și impactul evoluției cursului de schimb. În plus, dacă analizăm potențialul de risc suplimentar asupra cash flow-ului de exploatare, pierderi pot apărea din fluctuații nefavorabile ale termenelor de plată și de încasare.

În orice întreprindere, la orice moment, pot apărea evenimente ale căror consecințe pot reprezenta oportunități sau amenințări pentru performanțele acesteia. Managementul riscului trebuie să vizeze atât diminuarea consecințelor negative, prin limitarea pierderilor generate de manifestarea negativă a riscului, dar și potențarea consecințelor pozitive, prin profitarea de manifestarea pozitivă a riscului.

Managementul riscului reprezintă o componentă esențială a managementului strategic în orice întreprindere. Un bun management al riscului implică identificarea riscurilor și construirea strategiilor de ajustare a comportamentului întreprinderii pentru a se obține o creștere a probabilității de succes și de reducere a probabilității de pierdere, astfel încât să se limiteze pierderile și să se obțină un maxim de beneficii. Concret, managementul riscului se realizează printr-un plan de strategii și obiective operaționale, care trebuie să implice atribuirea de responsabilități în cadrul întreprinderii.

Riscurile cu care se confruntă întreprinderea provin din acțiunea atât a unor factori endogeni, cât și exogeni. Managementul riscului este un proces prin intermediul căruia se realizează optimizări la nivelul deciziilor financiare, privind alocarea eficientă a resurselor din cadrul întreprinderii, protecția activelor deținute de companie, activitatea operațională. Identificarea riscurilor ar trebui să fie abordată într-un mod metodic, astfel încât toate activitățile din cadrul întreprinderii să fie identificate și toate riscurile aferente acestor activități definite.

În cadrul analizei riscurilor trebuie urmăriți atât factorii care afectează zilnic activitățile companiei, prin intermediul cărora este influențată activitatea operațională, cât și factorii care au impact asupra activității de exploatare pe termen lung, cum ar fi: capitalul disponibil, modul de finanțare, mediul politic, reglementările specifice pieței de aprovizionare și desfacere, sistemul fiscal și factorii care afectează activitatea financiară, cum ar fi: costul finanțării, cursul de schimb, rata inflației.

[3] Pentru mai multe explicații în ceea ce privește cash flow-ul, vezi capitolul 7 al acestei lucrări.

Pentru o bună gestionare a riscului trebuie parcurse etapele de identificare, descriere şi evaluare a factorilor de risc, determinarea probabilităţii de apariţie şi a potenţialelor consecinţe ale acestora. În funcţie de intensitatea riscului şi de modul în care acesta afectează activitatea întreprinderii, se va realiza prioritizarea în managementul acestor riscuri.

Se poate realiza o clasificare a riscurilor, în funcţie de probabilitatea de apariţie şi de consecinţele pe care le pot genera asupra rezultatelor întreprinderii, astfel: riscuri ridicate (de exemplu, a căror probabilitate de apariţie este mai mare de 25% şi al căror impact este semnificativ), riscuri moderate (de exemplu, a căror probabilitate de apariţie este de sub 25% şi/sau al căror impact este moderat), riscuri scăzute (de exemplu, a căror probabilitate de apariţie este extrem de scăzută şi/sau al căror impact este nesemnificativ). Întreprinderea va realiza o prioritizare a activităţii de management al riscului în funcţie de acest clasament şi în funcţie de efectele pe care le generează aceşti factori de risc – dacă implică oportunităţi sau ameninţări pentru dezvoltarea afacerii.

În continuare abordăm tehnicile utilizate de analiza financiară pentru identificarea riscurilor: analiza de sensibilitate, tehnica scenariilor, arborele de decizie, simularea Monte Carlo.

9.2.1. Analiza de sensibilitate

Analiza de sensibilitate este utilizată pentru a descompune variabilitatea rezultatelor de performanţă (a profitului întreprinderii sau a valorii actuale nete pentru proiectele de investiţii[4]) pe principalii factori de risc ce condiţionează nivelul acesteia. Astfel, pornind de la evoluţiile probabile ale factorilor de risc determinanţi ai performanţei, se estimează valorile indicatorilor de performanţă. Analiza de sensibilitate presupune determinarea procentului de variaţie a indicatorului de performanţă, variaţie generată de modificarea unuia din factorii de risc, în condiţiile în care ceilalţi factori se consideră nemodificaţi. Pentru a măsura gradul de sensibilitate al indicatorului de performanţă la modificarea fiecărui factor de risc, se calculează coeficientul de elasticitate al indicatorului de performanţă în raport cu variaţia mărimii factorului[5]:

$$e_{\text{indicatorului de performanță în raport cu factorul de risc}} = \frac{\Delta\%\text{indicator de performanță}}{\Delta\%\text{ factor de risc}}, \quad (9.3)$$

unde:

Δ%indicator de performanţă – variaţia procentuală a indicatorului de performanţă;

Δ% factor de risc – variaţia procentuală a factorului de risc.

De regulă, ca factori de risc, pot fi consideraţi: mărimea pieţei, cota de piaţă deţinută de întreprindere, preţurile produselor fabricate, marja asupra cheltuielilor variabile, cheltuielile fixe de exploatare sau financiare implicate de derularea procesului de producţie. Cu cât coeficientul de elasticitate al factorului este mai mare, atenţia acordată previziunii valorilor sale trebuie să crească, eventualele erori afectând într-o proporţie mai ridicată rezultatele analizei (vezi studiul de caz 9.1).

Analiza de sensibilitate poate fi structurată în următoarele etape:

1) detalierea cifrei de afaceri pe factorii săi determinanţi (mărimea pieţei, cota de piaţă deţinută, preţul produselor etc.);

2) structurarea costurilor în variabile şi fixe, şi împărţirea celor fixe, la rândul lor, în cheltuieli fixe aferente exploatării, respectiv aferente activităţii de finanţare;

---

[4] Valoarea actuală netă (de cele mai multe ori prescurtat, VAN) reprezintă diferenţa dintre suma valorilor actuale ale cash flow-urilor generate de un proiect de investiţii (vezi capitolul 1) şi costul proiectului de investiţii.

[5] Interpretarea acestor indicatori de elasticitate trebuie realizată cu precauţie, deoarece la modificări mai mari sau mai mici ale factorului de risc se pot schimba funcţiile de legătură între factorul de risc şi indicatorul de performanţă.

3) detalierea costurilor variabile de exploatare pe factorii determinanți (mărimea pieței, cota de piață deținută, mărimea costului variabil mediu);

4) previzionarea diferitelor scenarii de evoluție ale stărilor economiei și ale valorilor factorilor de risc corespunzătoare fiecărui scenariu – de exemplu, scenariul pesimist (nefavorabil)/ neutru (normal)/optimist (favorabil);

5) determinarea valorii profitului net prin considerarea fiecărui factor de risc la mărimea din cadrul scenariului pesimist/normal/optimist, ceilalți factori având mărimile din scenariul normal;

6) estimarea coeficientul de elasticitate a profitului net față de fiecare factor de risc, în funcție de variația mărimii profitului net generată de variația individuală a acestora;

7) sintetizarea influenței fiecărui factor de risc asupra performanței întreprinderii, în funcție de mărimea coeficienților de elasticitate;

8) selectarea factorilor de risc ce au impact ridicat asupra variabilității profitului (acei factori pentru care modulul elasticității profitului net în raport cu factorul de risc respectiv are valori ridicate) în vederea realizării unor previziuni cât mai „atente" a acestora și a adoptării unor măsuri care să vizeze limitarea variabilității acestora.

Studiul de caz 9.1. Analiza de sensibilitate

Să luăm cazul unei întreprinderi care produce și comercializează produse de marochinărie. În scenariul normal, respectiv în cazul considerat cel mai probabil a se înregistra, sunt estimate următoarele valori ale indicatorilor determinanți ai performanței: dimensiunea totală a pieței (Q) = 10 mil. buc., cota de piață deținută de întreprindere (c) = 8%, prețul unitar de vânzare a produselor finite (p) = 300 EUR, costul variabil mediu (CVM) = 250 EUR, costurile fixe de exploatare (CF) = 10 mil. EUR. Cheltuielile cu amortizarea sunt de 15 mil. EUR, iar cota de impozit pe profit este de 16%. În aceste condiții, dacă se obțin în realitate valorile previzionate ale acestor indicatori, profitul net va fi de 12,6 mil. EUR:

$$PN = (Q \cdot c \cdot p - Q \cdot c \cdot CVM - CF - Amortizare) \cdot (1 - \tau) =$$
$$= (10 \cdot 8\% \cdot 300 - 10 \cdot 8\% \cdot 250 - 10 - 15) \cdot (1 - 16\%) = 12{,}6 \text{ mil. EUR.}$$

Această companie va înregistra anual un profit net de 12,6 mil. EUR dacă în realitatea economică se mențin condițiile utilizate în previziune. Dacă, însă, ca urmare a modificării cererii pentru produsele de marochinărie (determinată, de exemplu, de scăderea puterii de cumpărare), se înregistrează o dimensiune totală a pieței mai mică, de exemplu de 9 mil. buc., profitul net va fi mai scăzut. Dacă, însă, ca urmare a modificării termenelor contractuale, crește prețul de achiziționare a materiilor prime, respectiv crește costul variabil mediu, profitul net va fi mai scăzut. Astfel, trebuie identificați factorii de risc a căror variație generează scăderea performanțelor companiei; trebuie estimat impactul acestora și adoptate măsurile specifice de limitare a expunerii la aceste riscuri.

În funcție de evoluția conjuncturii economice, factorii determinanți ai profitului întreprinderii variază ca mărime. În cazul ipotetic, exemplificat în tabelul de mai jos, au fost reținuți ca factori determinanți ai mărimii profitului, ale căror valori sunt estimate în cadrul celor trei scenarii:

- dimensiunea totală a pieței (reprezentând cantitatea totală de produse de marochinărie);
- cota de piață deținută de întreprindere (cantitatea vândută de întreprindere, exprimată ca procent din mărimea totală a pieței);
- prețul unitar de vânzare al produselor;
- costul variabil mediu;
- cheltuielile fixe de exploatare sau financiare.

Pentru a surprinde impactul acestor factori de risc se construiesc trei scenarii posibile – pesimist/normal/optimist, aferente conjuncturii economice nefavorabile/neutre/favorabile (din care cea mai mare probabilitate de apariție îi este atribuită scenariului aferent conjuncturii economice neutre), respectiv se dimensionează valorile acestor indicatori în funcție de situația analizată. Cum pierderea, respectiv

scăderea performanței întreprinderii, se înregistrează în scenariul pesimist, acestuia i se acordă o importanță deosebită în analiză, însă nu trebuie neglijat nici scenariul optimist, deoarece încadrarea indicatorilor în contextul favorabil arată plusul de performanță pe care l-ar putea obține compania.

În acest capitol analiza vizează factorii de risc, astfel că se urmărește identificarea factorilor de risc, măsurarea efectelor negative ale acestora și identificarea măsurilor care se pot lua pentru limitarea pierderilor. Să presupunem că în scenariul pesimist piața, cota de piață și prețul unitar sunt cu 20% mai mici decât în scenariul normal, iar costul variabil mediu și costurile fixe de exploatare monetare sunt cu 20% mai mari decât valorile din scenariul normal[6]. Pentru scenariul optimist, valorile sunt construite în mod similar, respectiv piața, cota de piață și prețul unitar sunt cu 20% mai mari decât în scenariul normal, iar costul variabil mediu și costurile fixe de exploatare monetare sunt cu 20% mai mici decât valorile din scenariul normal.

Tabelul 9.1

Valoarea factorilor determinați ai mărimii profitului în diferite stări de conjunctură economică

Conjunctura economică	Nefavorabilă	Neutră	Favorabilă
Piața (mil. buc.)	8	10	12
Cota de piață	6,4%	8,0%	9,6%
Prețul unitar	240	300	360
CVM	300	250	200
CF (mil. EUR)	12	10	8

Pe baza datelor privind mărimea acestor factori în fiecare din cele trei stări ale conjuncturii economice, starea nefavorabilă, starea normală (cea mai probabilă) și starea favorabilă, se estimează valoarea profitului net. Astfel, se poate constata variația mărimii acestuia de la o conjunctură economică la alta. Amortizarea în acest caz este de 15 mil. EUR, iar cota de impozitare este de 16%.

Tabelul 9.2

Analiza de sensibilitate – calculul profitului net în diferite conjuncturi economice

	Scenariul	Piața		Cota de piață		Prețul unitar		CVM		CF	
	normal	pes.	opt.	pes.	opt.	pes.	opt.	pes.	opt.	pes.	opt.
CA	240	192	288	192	288	192	288	240	240	240	240
CV	200	160	240	160	240	200	200	240	160	200	200
CF	10	10	10	10	10	10	10	10	10	12	8
Amortizare	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
EBT	15	7	23	7	23	-33	63	-25	55	13	17
Impozit	2,4	1,12	3,68	1,12	3,68	-5,28	10,08	-4	8,8	2,08	2,72
PN	12,6	5,88	19,32	5,88	19,32	-27,7	52,92	-21	46,2	10,92	14,28

În situația nefavorabilă în care mărimea pieței este de 8 mil. bucăți, ceilalți factori determinanți ai performanței menținându-se la valorile cele mai probabile, profitul net este de 5,88 mil. EUR, astfel că se înregistrează o scădere cu 53,33%[7] a profitului net. Dacă se manifestă riscul prin intermediul cotei de piață, încadrarea acestui indicator în scenariul pesimist generează un profit net de 5,88 mil. EUR, respectiv o scădere cu 53,33%. Apariția riscului de scădere a prețului cu 20% generează scăderea profitului net la (-27,7) mil. EUR, respectiv cu 320%. Creșterea costului variabil mediu, ca urmare a modificării cheltuielilor cu aprovizionarea, salariile personalului implicat în procesul de producție etc., cu 20% generează scăderea profitului net la (-21) mil. EUR, respectiv scăderea relativă cu 266,67%. Creșterea costurilor fixe cu 20% implică scăderea profitului net cu 13,33%. Prin analiza comparativă a efectelor

[6] Aceste variații pot fi individualizate pentru fiecare indicator în parte, în funcție de intervalul de variație înregistrat până în prezent și de eventualele noi ajustări în funcție de noile informații disponibile.

[7] Modificarea relativă a profitului net = (5,88-12,6)/12,6 = -53,33%.

generate de apariţia acestor factori de risc, se constată că cel mai mare impact îl au, în ordinea scăderii de performanţă generată de fiecare, preţul unitar şi costul variabil mediu.

O analiză similară a impactului fiecărui factor de risc asupra performanţei se poate realiza prin determinarea coeficienţilor de elasticitate ai performanţelor companiei[8], măsurată în acest exemplu prin elasticitatea profitului net, în raport cu modificarea fiecărui factor de risc. Valorile acestora sunt cuprinse în următorul tabel (vezi tabelul 9.3).

Tabelul 9.3

Analiza de sensibilitate – matricea elasticităţilor profitului net în raport cu fiecare factor de risc

Factor de risc	Elasticitate
Piaţa (mil. buc.)	2,67
Cota de piaţă	2,67
Preţul unitar	16,00
CVM	-13,33
CF (mil. EUR)	-0,67

Din analiza valorii acestor coeficienţi de elasticitate se constată că factorii preţul unitar şi costul variabil mediu au un impact mai mare asupra variaţiei profitului net. Ca urmare, se va acorda o atenţie deosebită previziunilor privind mărimea acestor factori, o simplă eroare de un procent implicând o eroare de 16%, respectiv -13,33% în estimarea valorii profitului net. De asemenea, pornind de la mărimea acestor coeficienţi de elasticitate managerul poate identifica factorii cu influenţă ridicată asupra valorii profitului, orientând astfel eforturile sale în direcţia care aduce cele mai mari creşteri ale acestuia. Astfel, pentru societatea luată ca exemplu, politicile de relansare a creşterii profitului întreprinderii ar trebui să se concentreze în primul rând pe majorarea preţului, reducerea costului variabil mediu.

Nivelul negativ al coeficientului de elasticitate indică relaţia inversă existentă între evoluţia mărimii factorului respectiv şi cea a profitului. Astfel, de exemplu, creşterea cu un procent a costului variabil mediu determină o reducere cu 13,33% a valorii profitului realizat de întreprindere.

În concluzie, pentru această companie, factorii care prezintă impactul cel mai substanţial (şi periculos) îi reprezintă scăderea preţului unitar şi creşterea costului variabil mediu. Aceştia determină înregistrarea de pierderi de către companie, iar elasticitatea profitului net faţă de aceste variabile are valorile (în modul) cele mai ridicate. Pe de altă parte, factorii de risc daţi de scăderea dimensiunilor pieţei, de scăderea cotei de piaţă şi de creşterea costurilor fixe au un impact mai modest, compania înregistrând în continuare profit. Ţinând cont de aceste calcule, managerul trebuie să acorde o atenţie deosebită riscurilor de scădere a preţului unitar şi de creştere a costurilor variabile medii, luând măsuri care să vizeze limitarea acestor riscuri, de exemplu prin încheierea unor contracte pe termen lung cu furnizorii şi clienţii.

Analiza de sensibilitate poate fi extinsă şi pentru evaluarea proiectelor de investiţii în condiţii de incertitudine, în acest caz prezentând interes analiza sensibilităţii VAN la modificările principalilor factori determinanţi. Vom reveni asupra acestei probleme în cadrul următorului volum al lucrării noastre.

Problema centrală a acestui tip de analiză a variabilităţii profitului apare în condiţiile în care factorii de risc sunt interdependenţi între ei. În anumite situaţii, modificarea mărimii unuia dintre factori implică şi pentru ceilalţi reajustări ale valorii. Ca urmare, în practică, nu se poate face o departajare exactă a influenţei fiecărui factor asupra variabilităţii profitului. Aplicarea acestei tehnici de analiză aduce însă informaţii importante despre influenţa individuală a fiecărui factor de risc asupra performanţelor companiei, astfel că decidentul (managerul) poate adopta măsuri de limitare a expunerii la factorii de risc a căror manifestare implică cele mai mari scăderi de performanţă.

[8] Stancu, Ion, *Finanţe*, ediţia a patra, Editura Economică, Bucureşti, 2007.

9.2.2. Tehnica scenariilor

Tehnica scenariilor presupune estimarea varianței rezultatelor întreprinderii pornind de la scenariile de evoluție ale stării economiei, la care sunt asociate probabilitățile de realizare a acestora. De cele mai multe ori, în practică, această metodă este folosită numai pentru a face estimații punctuale ale profitului pentru diferite scenarii de evoluție ale întreprinderii.

Studiul de caz 9.2. Tehnica scenariilor

Pornind de la exemplul anterior prezentat în studiul 9.1, putem considera cele trei stări ale conjuncturii economice ca scenarii de evoluție a întreprinderii. Fiecare din aceste stări ale conjuncturii economice au o anumită probabilitatea de realizare, cum ar fi: 30% pentru starea favorabilă, 40% pentru cea neutră (cea mai probabilă) și 30% pentru cea nefavorabilă. Se estimează valorile profitului net în fiecare dintre aceste trei scenarii, considerând variația simultană a tuturor factorilor (vezi tabelul 9.4).

Tabelul 9.4

Tehnica scenariilor – calculul profitului net în diferite conjuncturi economice

Conjunctura economică	Nefavorabilă	Neutră	Favorabilă
Probabilitate de apariție	30%	40%	30%
CA	122,88	240	414,72
CV	153,6	200	230,4
CF	12	10	8
Amortizare	15	15	15
EBT	-57,72	15	161,32
Impozit	-9,24	2,4	25,81
PN	-48,48	12,6	135,51

În condițiile în care toți factorii de risc analizați iau valorile din scenariile pesimist/normal/optimist, se constată că întreprinderea va obține pierdere în valoare de 48,8 mil. EUR cu o probabilitate de 30%, profit de 12,6 mil. EUR cu o probabilitate de 40% și respectiv profit de 135,52 mil. EUR cu o probabilitate de 30%.

Pornind de la distribuția probabilităților se încearcă estimarea mărimii celei mai probabile pe care profitul o poate atinge în funcție de evoluția viitoare a conjuncturii economice. În condițiile în care distribuția de probabilitate este aproximată prin forma unei distribuții normale, este semnificativ calculul mediei și varianței mărimii profitului. Modul de calcul al acestora este prezentat în continuare.

$$E(PN) = \sum_{s=1}^{n} p_s PN_s, \tag{9.4}$$

unde:

E(PN) – media profitului net;

p_s – probabilitatea asociată scenariului s;

PN_s – profitul net calculat pentru scenariul s;

n – numărul de scenarii.

În funcție de abaterea față de această valoare medie, se determină varianța (dispersia) profitului. Modul exact de calcul este următorul:

$$\sigma^2(PN) = \sum_{s=1}^{n} p_s (PN_s - E(PN))^2, \tag{9.5}$$

$$CV(PN) = \frac{\sigma(PN)}{E(PN)}, \tag{9.6}$$

unde:

σ^2(PN) – varianța profitului net;

σ(PN) – deviația standard a profitului net;

CV(PN) – coeficientul de variație a profitului net.

În funcție de mărimea mediei și a dispersiei, se pot construi intervale de încredere, respectiv intervale în care, cu o anumită probabilitate, variabila aleatoare a cărei distribuție de probabilitate este aproximată prin forma unei distribuții normale, se încadrează[9]. Pentru distribuția normală, sunt des utilizate următoarele valori:

- probabilitatea ca variabila aleatoare (în cazul nostru profitul net) să aparțină intervalului (E(PN) – 1,64σ(PN), E(PN) + 1,64σ(PN)) este de 90%[10];
- probabilitatea ca variabila aleatoare (în cazul nostru profitul net) să aparțină intervalului (E(PN) – 1,96σ(PN), E(PN) + 1,96σ(PN)) este de 95%;
- probabilitatea ca variabila aleatoare (în cazul nostru profitul net) să aparțină intervalului (E(PN) – 2,58σ(PN), E(PN) + 2,58σ(PN)) este de 99%.

Utilizarea acestor intervale de încredere implică, de fapt, eliminarea unor situații puțin probabile a se realiza – de exemplu:

- pentru intervalul de încredere de 90% se „neglijează" situațiile ca PN să fie mai mic de E(PN) – 1,64σ(PN) sau respectiv mai mare de E(PN) + 1,64σ(PN), fiecărei situații fiindu-i atribuită o probabilitate de 5%;
- pentru intervalul de încredere de 95% se „neglijează" situațiile ca PN să fie mai mic de E(PN) – 1,96σ(PN) sau respectiv mai mare de E(PN) + 1,96σ(PN), fiecărei situații fiindu-i atribuită o probabilitate de 2,5%;

pentru intervalul de încredere de 99% se „neglijează" situațiile ca PN să fie mai mic de E(PN) – 2,58σ(PN) sau respectiv mai mare de E(PN) + 2,58σ(PN), fiecărei situații fiindu-i atribuită o probabilitate de 0,5%. Pentru o mai bună înțelegere, am realizat graficul 9.1.

---

[9] Pentru mai multe detalii despre distribuția normală și construirea intervalelor de încredere, consultă cărți dedicate analizei datelor sau probabilităților în finanțe – de exemplu, Spircu, Liliana, *Analiza datelor: aplicații economice*, Editura ASE, București, 2005; Roger, Patrick, *Probability for Finance*, Patrick Roger & Ventus Publishing ApS, 2010.

[10] Probabilitatea ca variabila aleatoare x să fie mai mică sau egală cu o anumită valoare, α, se poate determina prin utilizarea funcției în Excel *normdist(α,E(x),σ(x),true)*, funcție care calculează distribuția normală cumulată pentru o anumită medie și dispersie.

Determinarea intervalelor de încredere se realizează astfel:

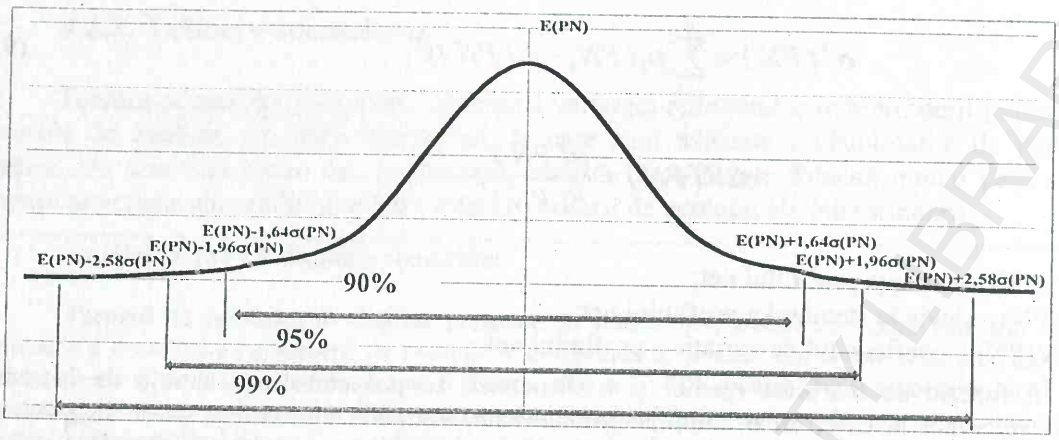
variabila x se află în intervalul de încredere centrat pe media E(x) a cărui probabilitate este P

⇒ probabilitatea (x∈(E(x)-ασ(x)), (E(x)+ασ(x))) = P;

⇒ probabilitatea (x≤(E(x)-ασ(x))) = probabilitatea (x≥(E(x) + ασ(x))) = (1-P)/2;

⇒ probabilitatea (x≤(E(x)+ασ(x))) = 1-(1-P)/2;

iar valoarea α se determină prin utilizarea funcției *norm.inv(1-(1-P)/2,E(x)σ(x))*, funcție care calculează inversul funcției de distribuție cumulată normală pentru o anumită medie și dispersie.



Graficul 9.1. **Construirea intervalelor de încredere pentru distribuția normală**

Studiul de caz 9.2 (continuare)

Revenind la exemplul nostru,

$$E(PN) = 30\% \cdot (-48,48) + 40\% \cdot 12,6 + 30\% \cdot 135,51 = 31$$

$$\sigma^2(PN) = 30\% \cdot (31 - (-48,48))^2 + 40\% \cdot (31 - 12,6)^2 + 30\% \cdot (31 - 135,51)^2 = 5.307$$

$$\sigma(PN) = \sqrt{\sigma^2(PN)} = 73$$

$$CV(PN) = \frac{73}{31} = 2,34.$$

Odată determinate media și dispersia profitului net, se pot calcula intervalele de încredere:

- probabilitatea ca profitul net să aparțină intervalului (E(PN) – 1,64σ(PN), E(PN) + 1,64σ(PN)) = (31 – 1,64 · 73,31 + 1,64 · 73) = (-88,151) este de 90%;
- probabilitatea ca variabila aleatoare (în cazul nostru profitul net) să aparțină intervalului (E(PN) – 1,96σ(PN), E(PN) + 1,96σ(PN)) = (31 – 1,96 · 73,31 + 1,96 · 73) = (-112,174) este de 95%;
- probabilitatea ca variabila aleatoare (în cazul nostru profitul net) să aparțină intervalului (E(PN) – 2,58σ(PN), E(PN) + 2,58σ(PN)) = (31 – 2,58 · 73,31 + 2,58 · 73) = (-157,219) este de 99%.

Tabelul 9.5

Tehnica scenariilor – determinarea intervalelor de încredere

Medie	31
Varianță = σ^2 = dispersie	5.307,3791
σ = deviație standard = abatere medie pătratică	73
Coeficient de variație	2,390
90% interval de încredere	z = 1,64
Limita superioară	151
Limita inferioară	-88
95% interval de încredere	z = 1,96
Limita superioară	174
Limita inferioară	-112
99% interval de încredere	z = 2,58
Limita superioară	219
Limita inferioară	-157

9.2.3. Arborele de decizie

În cazul analizei de tipul arborelui de decizie convențional sau stocastic, în cuantificarea riscului întreprinderii sau al unui proiect de investiții, evenimentele viitoare nu mai sunt privite ca o desfășurare liniară, în viitor, în funcție de evoluțiile probabile ale economiei sau ale întreprinderii. Acest model ține cont și de feedbackul existent între evoluțiile stărilor economiei și deciziile managerului[11]. Astfel, pentru fiecare eveniment viitor probabil este prevăzută acțiunea adecvată situației ce poate fi adoptată de manager, și care va influența mărimea performanței viitoare generată de întreprindere sau de proiectul de investiții. Ca rezultat, traiectul liniar clasic este înlocuit cu o structură arborescentă, ale cărei noduri reprezintă evenimentele viitoare probabile, iar ramurile sunt deciziile managerului posibil de luat în acele situații. În cazul arborelui de decizie convențional evenimentele viitoare prezente în arborele de decizie (nodurile arborelui) sunt considerate certe, probabilitatea asociată acestora fiind 1. Ca în evaluarea clasică, sunt evidențiate valorile indicatorilor de performanță rezultate, aferente fiecărei decizii (ramuri) adoptate de manager în funcție de evenimentele viitoare. Pe baza probabilităților asociate acestora va fi estimată valoarea medie a performanțelor obținute în fiecare nod al arborelui de decizie.

Modelul arborelui stocastic de decizie operează simultan cu incertitudinea și cu elaborarea secvențială a deciziilor. Astfel, este combinată metoda de analiză a riscului cu metoda arborelui convențional de decizie. Ca rezultat, combinațiile de decizii posibile descrise în arborele de decizie vor fi evaluate ținând cont atât de speranța matematică a cash flow-urilor viitoare, cât și de aversiunea investitorului la risc.

Arborele stocastic de decizie este similar cu arborele decizional clasic, exceptând următoarele aspecte:

- nodurile de evenimente probabile sunt înlocuite cu probabilități;
- rezultatele tuturor combinațiilor de decizii sunt înlocuite cu distribuții de probabilitate.

Ca urmare, prin arborele stocastic de decizie vor putea fi evaluate toate căile de evoluție ale întreprinderii sau proiectului de investiții care pornesc din punctele de decizie, cu ajutorul unui model de simulare. Este evidentă complexitatea acestui model, iar în încercarea sa de a se apropia cât mai mult de realitate, el pierde din fiabilitate.

9.2.4. Simularea Monte Carlo

Simularea Monte Carlo[12] își propune luarea în calcul a diverșilor factori de risc și cuantificarea influenței lor asupra rezultatelor întreprinderii. Ele presupun în primul rând estimarea distribuției de probabilitate pentru fiecare factor de risc ce are impact asupra variabilității profitului întreprinderii sau al proiectului de investiții. Urmează simularea combinațiilor posibile ale valorilor pe care fiecare factor de risc le poate lua, în vederea estimării intervalului de valori probabile ale profitului. Etapele simulării în cazul analizei riscului sunt următoarele:

- prezentarea interdependențelor existente între variabilele, respectiv factorii de risc ce influențează indicatorii de performanță. Astfel, trebuie introduse seturile de ecuații ce cuprind relațiile constatate de-a lungul timpului între diferiți factori de risc sau variabile ale modelului;

[11] Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Inc., 2003.

[12] Pentru exemplificarea simulării Monte Carlo, consultă Brealey, Richard A; Myers, Stewart C., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Inc., 2003.

– specificarea probabilităților asociate fiecărei mărimi a variabilelor modelului, ceea ce este echivalentă cu prezentarea distribuției de probabilitate pentru fiecare factor de risc implicat în simulare;

– simularea profiturilor sau cash flow-urilor viitoare se va face pornind de la valorile extrase de calculator în procesul de simulare pentru fiecare variabilă sau factor de risc, ținându-se cont de interdependențele existente;

– simularea va conduce la „conturarea" distribuției de probabilitate a indicatorului de performanță.

În comparație cu alte tehnici de analiză, acest tip de modelare se apropie foarte mult de realitatea economică. Dezavantajul principal este complexitatea ridicată, fiind un instrument greu de utilizat de manageri în deciziile lor privind alocarea capitalurilor[13].

Din multitudinea de modele de analiză a riscului aferent unei companii sau unui proiect de investiții, analistul financiar va alege utilizarea unui anumit model, în funcție de compromisul realizat între complexitatea tehnicii, care să replice cât mai fidel realitatea economică, și facilitatea utilizării sale în analiza riscului.

9.3. Cuantificarea riscului

În cadrul acestui subcapitol ne propunem să identificăm principalii indicatori prin care se cuantifică riscurile la care este expusă o întreprindere. Pentru o expunere mai coerentă a acestora, propunem analiza celor mai frecvente surse de risc: de exploatare, de îndatorare, de insolvență.

9.3.1. Riscul de exploatare

Riscul de exploatare la care se expune o companie se poate măsura prin intermediul următorilor indicatori: coeficientul de elasticitate a profitului net, variația relativă a profitului net, coeficientul de variație a profitului net, pragul de rentabilitate.

a) Coeficientul de elasticitate a profitului net în raport cu cifra de afaceri

Coeficientul de elasticitate a profitului net în raport cu cifra de afaceri măsoară cu cât se modifică profitul net la o anumită modificare a cifrei de afaceri și se măsoară ca raport între modificarea relativă a profitului net și modificarea relativă a cifrei de afaceri.

$$e_{PN/CA} = \frac{\Delta PN}{PN_0} \div \frac{\Delta CA}{CA_0}$$

$$\underbrace{\left(\frac{\Delta PN}{PN_0} \div \frac{\Delta EBT}{EBT_0}\right)}_{e_{PN/EBT}} \cdot \underbrace{\left(\frac{\Delta EBT}{EBT_0} \div \frac{\Delta EBIT}{EBIT_0}\right)}_{e_{EBT/EBIT} \equiv CELF} \cdot \underbrace{\left(\frac{\Delta EBIT}{EBIT_0} \div \frac{\Delta CA}{CA_0}\right)}_{e_{EBIT/CA} \equiv CELE}. \quad (9.7)$$

Valoarea acestui indicator explică modul de expunere a rezultatelor întreprinderii, în speță a profitului net, la modificarea cifrei de afaceri. De regulă, acest indicator ia valori pozitive, respectiv la creșterea/scăderea cifrei de afaceri profitul înregistrează o creștere/scădere. Dar

[13] Pentru o analiză mai amplă a diferiților indicatori folosiți în evaluarea riscurilor aferente investițiilor directe, vezi Dragotă, Victor; Dragotă, Ingrid Mihaela, "Models and Indicators for Risk Valuation of Direct Investments", *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, Vol. 43, No. 3/2009, pp. 69-76: http://www.ecocyb.ase.ro/articles%203.2009/V%20%20Dragota.pdf

corelația directă sau indirectă dintre cifra de afaceri și rezultatele întreprinderii depinde de evoluția cheltuielilor. Se poate întâmpla ca o creștere a cifrei de afaceri să implice o creștere mai ridicată a cheltuielilor de exploatare, astfel că rezultatele vor înregistra o scădere.

O valoare pozitivă și ridicată indică expunerea la un risc ridicat a întreprinderii, risc generat de modificarea cifrei de afaceri, respectiv o modificare procentuală a rezultatelor mai mare decât modificarea relativă a vânzărilor; ceea ce implică, în situația scăderii veniturilor din vânzări, înregistrarea de pierderi, dar, în cazul creșterii vânzărilor, creșterea rezultatelor este mai ridicată.

Este de dorit luarea unor măsuri de scădere a elasticității profitului net în raport cu cifra de afaceri? Depinde! Dacă se previzionează creșterea cifrei de afaceri, compania care are o elasticitate mai mare va înregistra o performanță mai ridicată. Dacă însă sunt estimate scăderi de piață sau cotă de piață, trebuie luate măsuri de limitare a efectelor negative asupra rezultatelor.

Elasticitatea profitului net în raport cu cifra de afaceri, conform descompunerii din formula de mai sus, este influențată de:

- elasticitatea profitului net în raport cu profitul brut – valoarea acestui indicator reflectă modificarea profitului net generat de impozitare:

$$e_{PN/EBT} = \frac{\Delta PN}{PN_0} \div \frac{\Delta EBT}{EBT_0} = \frac{\Delta(EBT - impozit)}{EBT_0 - impozit_0} \div \frac{\Delta EBT}{EBT_0} = \frac{\Delta EBT(1-\tau)}{EBT_0(1-\tau_0)} \div \frac{\Delta EBT}{EBT_0}$$

$$\Rightarrow dacă\ \tau = ct,\ e_{PN/EBT} = 1. \tag{9.8}$$

În condiția în care se menține cota de impozit pe profit, această elasticitate nu are niciun efect asupra elasticității globale a profitului net în raport cu cifra de afaceri, având valoarea unu. Dacă însă există și cheltuieli nedeductibile sau cota efectivă de impozitare diferă în cele două perioade, acest indicator se calculează conform primei definiții, ca variația relativă a profitului net împărțită la variația relativă a rezultatului brut[14];

- elasticitatea profitului brut în raport cu rezultatul exploatării (sau cu EBIT), denumită și levier financiar sau CELF, coeficientul efectului de levier financiar:

$$e_{EBT/EBIT} = \frac{\Delta EBT}{EBT_0} \div \frac{\Delta EBIT}{EBIT_0} = \frac{\Delta(EBIT - dobânzi)}{EBIT_0 - dobânzi_0} \div \frac{\Delta EBIT}{EBIT_0}$$

$$\Rightarrow dacă\ dobânzi = ct,\ e_{EBT/EBIT} = \frac{EBIT_0}{EBIT_0 - dobânzi_0}. \tag{9.9}$$

În condiția în care dobânzile se mențin constante, CELF este supraunitar, ceea ce implică o contribuție în sensul creșterii elasticității profitului net în raport cu cifra de afaceri. Dacă însă diferă cheltuielile cu dobânzile sau rezultatul financiar, acest indicator se calculează conform primei definiții, ca variația relativă a profitului brut împărțită la variația relativă a rezultatului de exploatare;

- elasticitatea rezultatului exploatării (sau a EBIT) în raport cu cifra de afaceri denumită și levier de exploatare sau CELE, coeficientul efectului de levier de exploatare:

[14] În practica din România, cota statutară de impozitare coincide cu cota efectivă mai curând ca excepție decât ca regulă. Pentru o analiză în acest sens, vezi: Țâțu, Lucian; Dragotă, Victor; Vintilă, Nicoleta, "An Observation of the Effective Tax Rate for Corporate Income in Romania", *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, Vol. 45, No. 1/2011, pp. 91-106, http://www.ecocyb.ase.ro/12011%20pdf/Tatu.pdf

$$e_{EBIT/CA} = \frac{\Delta EBIT}{EBIT_0} \div \frac{\Delta CA}{CA_0} = \frac{\Delta(CA - CV - CF)}{CA_0 - CV_0 - CF_0} \div \frac{\Delta CA}{CA_0}$$

$$\Rightarrow dacă\ v = CV / CA = ct\ şi\ CF = ct, e_{EBIT/CA} = \frac{CA - CV}{CA - CV - CF}, \quad (9.10)$$

unde:

CV – costuri variabile de exploatare;

CF – costuri fixe de exploatare, monetare şi nemonetare;

v – ponderea costurilor variabile în cifra de afaceri (CV/CA), presupusă a fi constantă.

Levierul exploatării este determinat de structura costurilor totale ale companiei – costuri variabile şi fixe. Cu cât este mai mare proporţia cheltuielilor fixe, cu atât va fi mai mare variabilitatea rezultatului de exploatare, în consecinţă şi a profitului, ca rezultat al variaţiei vânzărilor. Trebuie făcută distincţia dintre conceptul de levier al exploatării şi riscul exploatării. Existenţa levierului exploatării nu presupune neapărat că profiturile viitoare sunt incerte. Dacă vânzările companiei sunt certe, atunci levierul exploatării nu va determina variabilitatea profiturilor viitoare. Însă, în condiţiile în care vânzările viitoare ale companiei sunt incerte, un nivel ridicat al levierului exploatării va majora riscul exploatării şi, ca rezultat, variabilitatea profiturilor viitoare.

Măsurarea levierului de exploatare este destul de dificilă, pentru un analist extern, care nu are acces la informaţii detaliate pe baza cărora să identifice structura cheltuielilor întreprinderii (în fixe şi variabile)[15]. Separarea costurilor de exploatare ale întreprinderii în costuri fixe şi variabile se realizează printr-o analiză a variabilităţii acestora în raport cu cifra de afaceri. De regulă, pentru o corectă departajare, sunt necesare informaţii suplimentare din cadrul întreprinderii – de exemplu, cheltuielile cu salariile pot avea o componentă variabilă, aferentă salariaţilor implicaţi în procesul de producţie, şi o componentă fixă, aferentă personalului implicat în administraţie. În lipsa acestor informaţii, analistul financiar va încadra în categoria de cheltuială fixă sau variabilă fiecare componentă de cheltuială de exploatare, în funcţie de categoria respectivă de cheltuială şi de obiectul de activitate al întreprinderii.

Studiul de caz 9.3. Coeficienţii de elasticitate

În tabelul 9.6 sunt calculate mărimile coeficienţilor de elasticitate pentru întreprinderile A şi B. Cele două întreprinderi au aceeaşi cifră de afaceri şi modificarea acesteia este identică, de 20%, însă diferă costurile – ponderea costurilor variabile în cifra de afaceri este de 37,5%, respectiv de 50%, costurile fixe de exploatare şi cheltuielile cu dobânzile sunt mai ridicate pentru întreprinderea B.

Tabelul 9.6

Coeficienţii de elasticitate

	Situaţie iniţială	Creştere cu 20% a CA	Situaţie iniţială	Creştere cu 20% a CA
CA	40.000	48.000	40.000	48.000
CV	15.000	18.000	20.000	24.000
CF	3.000	3.000	4.000	4.000
Amortizare	1.800	1.800	1.800	1.800
EBIT	20.200	25.200	14.200	18.200
Dobânzi	1.500	1.500	2.000	1.500
EBT	18.700	23.700	12.200	16.700

[15] De exemplu, cheltuielile cu personalul pot avea o componentă fixă (salariile personalului din administraţia companiei) şi o componentă variabilă (salariile personalului implicat direct în procesul de producţie, a căror mărime este determinată de productivitatea muncii).

	Situație inițială	Creștere cu 20% a CA	Situație inițială	Creștere cu 20% a CA
Impozit pe profit	2.992	3.792	1.952	2.672
PN	15.708	19.908	10.248	14.028
e PN/CA		1,3369		1,8443
e PN/EBT		1		1
e EBT/EBIT		1,0802		1.3094
e EBIT/CA		1,2376		1.4085
Delta % PN		26,74%		36,89%

În aceste condiții, elasticitatea profitului net în raport cu cifra de afaceri este de 1,3369 pentru întreprinderea A, respectiv de 1,8433 pentru întreprinderea B, consecință a unor leviere de exploatare de 1,2376, respectiv 1,3094, și a unor leviere financiare de 1,2376, respectiv de 1,4085.

Utilizată ca indicator de risc, această elasticitate indică expunerea la un risc mai ridicat pentru întreprinderea B, ca urmare a unei ponderi ridicate a costurilor variabile în cifra de afaceri și a unor costuri fixe, de exploatare și financiare, mai mari. Se constată că, la aceeași creștere a cifrei de afaceri de 20%, profitul net al companiei A crește cu 26,74%, în timp ce compania B are un profit cu 36,89% mai mare. În acest scenariu, al creșterii vânzărilor, are de câștigat mai mult compania cu cel mai mare nivel al elasticității profitului net în raport cu cifra de afaceri, însă, în situația scăderii cifrei de afaceri, această companie va pierde mai mult.

b) Variația relativă a profitului net

Variația relativă a profitului net este influențată de variația relativă a cifrei de afaceri și de coeficientul de elasticitate a profitului net în raport cu cifra de afaceri.

$$\frac{\Delta PN}{PN_0} = \Delta\%PN = e_{PN/CA} \cdot \frac{\Delta CA}{CA_0} = e_{PN/EBT} \cdot CELF \cdot CELE \cdot \frac{\Delta CA}{CA_0}. \qquad (9.11)$$

După cum se vede în relația prezentată, variația profitului net este condiționată de variația vânzărilor și de elasticitatea profitului net în raport cu cifra de afaceri. Nivelele levierelor vor potența într-o măsură mai mare sau mai mică această variabilitate. Compararea riscului a două întreprinderi trebuie să aibă în vedere mai întâi modificările viitoare ce pot interveni la nivelul vânzărilor, mărimea levierelor fiecăreia accentuând mai mult sau mai puțin riscul acestora.

Această nouă abordare a variabilității profitului, cu ajutorul coeficienților de elasticitate, ține cont și de eventualele corelații existente între cele două leviere, de exploatare și financiar, ale companiei. Watts și Zimmerman (1986) evidențiază corelația ridicată existentă între levierul exploatării și cel financiar; o întreprindere capital intensivă (cu levierul exploatării ridicat) mobilizează un volum mare de resurse pentru finanțarea activelor sale și, ca urmare, nevoia de credite va fi mai mare, în consecință și levierul cheltuielilor financiare mai ridicat[16]. Prin luarea în considerare în mod independent a celor două leviere se poate pierde interdependența existentă între acestea și influența lor comună asupra variabilității profitului.

c) Coeficientul de variație a profitului net

Pentru o analiză mai completă a riscului la care este expusă o întreprindere trebuie conștientizat faptul că estimațiile punctuale ale rezultatelor viitoare sunt departe de a fi sigure. Ar fi bine să se înțeleagă că oricărei previziuni i se asociază o anumită probabilitate de realizare, nu se poate vorbi de certitudine în domeniul finanțelor. Această asociere de probabilități pentru fiecare valoare estimată a profitului definește distribuția de probabilitate a predicției. Cu cât distribuția de probabilitate a profitului este caracterizată printr-o deviație standard mai scăzută, cu atât este mai probabil ca profitul viitor realizabil să fie mai apropiat de cel așteptat. În această situație putem

[16] Watts, Ross; Zimmerman, Jerold L., *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall, Engelwood Cliffs, NJ, 1986.

spune că riscul asociat întreprinderii este redus. Riscul ridicat corespunde unei distribuții de probabilitate caracterizată printr-o deviație standard mai ridicată, caracterizată prin mărimi foarte diferite ale profitului cărora li se asociază probabilități ridicate. Există o legătură directă între forma distribuției de probabilitate (restrânsă sau extinsă) a profitului unei întreprinderi sau a unei investiții și mărimea riscului asociat acesteia.

Măsurarea riscului unui proiect de investiții sau al unei întreprinderi presupune de fapt cuantificarea variabilității profitului previzionat. În funcție de schimbările intervenite la nivelul întreprinderii sau economiei se obțin diferite valori ale profitului. Estimarea variației acestuia și a plajei de valori posibile de atins constituie o modalitate de determinare a riscului. În acest scop, în ipoteza evoluției indicatorilor conform unei legi de distribuție normale, pot fi folosiți indicatori statistici, precum dispersia și abaterea medie pătratică.

Pentru a calcula varianța asociată profitului net trebuie determinată valoarea medie a acestuia E(PN), în funcție de datele disponibile (observații cronologice pentru n perioade PN_1, PN_2, ... PN_n sau pentru scenariile cărora le sunt associate probabilități de apariție PN_1 din scenariul 1 cu probabilitatea p_1, ... PN_S din scenariul S cu probabilitatea p_s):

$$E(PN) = \frac{\sum_{t=1}^{n} PN_t}{n}$$

$$E(PN) = \sum_{s=1}^{S} p_s PN_s. \qquad (9.12)$$

În funcție de abaterea față de această valoare medie, se determină varianța (dispersia) profitului. Modul exact de calcul este următorul[17]:

$$\sigma^2(PN) = \frac{\sum_{t=1}^{n} (PN_t - E(PN))^2}{n-1}$$

$$\sigma^2(PN) = \sum_{s=1}^{S} p_s (PN_s - E(PN))^2. \qquad (9.13)$$

Abaterea medie pătratică va fi calculată ca radical din dispersia profitului. Valoarea acesteia este utilă pentru determinarea intervalului de variație probabilă a profiturilor viitoare.

Astfel, dacă presupunem că distribuția de probabilitate a profitului este normală, nivelul așteptat al acestuia va fi cuprins cu o probabilitatea de 90% în intervalul (E(PN) – 1,64σ(PN), E(PN) + 1,64σ(PN)), de 95% în intervalul (E(PN) – 1,96σ(PN), E(PN) + 1,96σ(PN)), sau de 99% în intervalul (E(PN) – 2,58σ(PN), E(PN) + 2,58σ(PN)).

Stabilirea intervalului de variație a profitului se poate dovedi utilă mai ales atunci când în alegerea proiectelor de investiții suntem interesați să cunoaștem nivelul minim posibil de atins al rezultatelor viitoare. Totuși, analiza cea mai relevantă riscului prin intermediul indicatorilor statistici este cea realizată cu ajutorul coeficientului de variație. Acest indicator se determină prin

---

[17] Relația de calcul pentru varianța unei populații de date este $\sigma^2(PN) = \frac{\sum_{t=1}^{n} (PN_t - E(PN))^2}{n}$. Există diferențe între varianța unei populații și cea a unui eșantion din cadrul populației respective.
Când se calculează varianța pentru un eșantion de date, estimatorul corect al variației se calculează conform relației: $\sigma^2(PN) = \frac{\sum_{t=1}^{n} (PN_t - E(PN))^2}{n-1}$.

raportarea valorii medii a profitului realizabil la abaterea medie pătratică specifică acestuia. Cu ajutorul său se pot realiza comparații între riscul întreprinderilor sau al proiectelor de investiții de dimensiuni diferite. Numărul rezultat din calculul raportului arată de câte ori este mai mare media profitului realizabil față de abaterea sa pătratică. Proiectul respectiv este mai puțin riscant, cu cât valoarea sa este mai mare.

$$CV(PN) = \frac{c(PN)}{E(PN)}. \tag{9.14}$$

Studiul de caz 9.4. Determinarea mediei, dispersiei, a coeficientului de variație și a intervalelor de încredere când se cunosc date istorice

Să presupunem că avem la dispoziție informații din ultimele zece perioade, cuprinse în tabelul de mai jos, referitoare la profiturile nete a două companii A și B.

Tabelul 9.7

Profiturile nete obținute de companiile A și B

Anii	PN(A)	PN(B)
2002	100.000	-3.000
2003	150.000	150.000
2004	200.000	0
2005	180.000	-45.000
2006	230.000	230.000
2007	300.000	500.000
2008	270.000	1.000.000
2009	250.000	-68.000
2010	290.000	900.000
2011	330.000	-40.000

Calculând media, dispersia și coeficientul de variație pentru profitul net al celor două întreprinderi, putem realiza o apreciere referitoare la performanța medie și riscul asociat variabilității profitului net. De asemenea, putem determina cu „certitudine" de 95-99% intervalul în care vor aparține viitoarele valori ale profitului net (vezi tabelul 9.8).

Tabelul 9.8

Determinarea mediei, variației, intervalelor de încredere pentru PN aferent companiilor A și B

	A	B
Medie	230.000	262.400
Varianță = σ^2 = dispersie	5,244E + 09	1,617E + 11
σ = deviație standard = abatere medie pătratică	72.419	402.095
Coeficient de variație	0,3149	1,5324
90% interval de încredere	z = 1,64	
Limita superioară	348.766	921.835
Limita inferioară	111.234	-397.035
95% interval de încredere	z = 1,96	
Limita superioară	371.940	1.050.505
Limita inferioară	88.060	-525.705
99% interval de încredere	z = 2,58	
Limita superioară	416.840	1.299.804
Limita inferioară	43.160	-775.004

După cum se poate constata, riscul este mai mare pentru întreprinderea B, de asemenea şi coeficientul de variaţie. Cu o probabilitate de 90%, PN al companiei A se situează în intervalul (111.234; 348.766), cu o probabilitate de 95%, PN al companiei A se situează în intervalul (88.060; 371.940), iar cu o probabilitate de 99%, PN al companiei A se situează în intervalul (43.160; 416.840), în timp ce pentru compania B toate cele trei intervale conţin şi valori negative[18].

Similar, se pot calcula varianţa, coeficientul de variaţie, intervalul de încredere şi pentru cazul în care se cunosc informaţii referitoare la valorile profitului net în cadrul unor scenarii.

Studiul de caz 9.5. Determinarea mediei, dispersiei, a coeficientului de variaţie şi a intervalelor de încredere când se cunosc date conform unor scenarii posibile

Pentru întreprinderile C şi D s-au determinat profiturile care se obţin în trei scenarii: nefavorabil, normal şi favorabil, fiecărui scenariu fiindu-i atribuită o probabilitate de apariţie. Datele sunt prezentate în tabelul de mai jos.

Tabelul 9.9

Profiturile nete obţinute de companiile C şi D

	ps	PN(C)	PN(D)
Scenariul nefavorabil	30%	40,000	24,000
Scenariul normal	40%	50,000	80,000
Scenariul favorabil	30%	60,000	136,000

Tabelul 9.10

Determinarea mediei, varianţei, intervalelor de încredere pentru PN aferent companiilor C şi D

	C	D
Medie	50.000	80.000
Varianţă = σ^2 = dispersie	60.000.000	1.8828E + 09
σ = deviaţie standard = abatere medie pătratică	7.746	43.377
Coeficient de variaţie	0,1549	0,5422
90% interval de încredere	z = 1,64	
Limita superioară	62.703	151.139
Limita inferioară	37.297	8.861
95% interval de încredere	z = 1,96	
Limita superioară	65.182	165.020
Limita inferioară	34.818	-5.020
99% interval de încredere	z = 2,58	
Limita superioară	69.985	191.914
Limita inferioară	30.015	-31.914

După cum se poate observa din tabelul precedent, întreprinderea D este mai profitabilă, având o medie a profitului net cu 30.000 mai mare decât a întreprinderii C, dar şi riscul asociat variabilităţii profitului mai ridicat. Prin coeficientul de variaţie, care ţine cont de raportul dintre risc şi profitabilitate, se constată o mai mare stabilitate a profitului net pentru prima companie. În cazul C ambele intervale de încredere conţin doar valori pozitive.

[18] Aceste intervale de încredere sunt construite presupunând că PN este o variabilă aleatoare distribuită conform distribuţiei normale, cu o anumită medie şi dispersie. Această ipoteză trebuie testată înainte de a face analiza pe baza intervalelor de încredere.

d) Pragul de rentabilitate

În situația în care o întreprindere înregistrează valori pozitive ale profitului net, veniturile sunt mai mari decât cheltuielile. Dacă însă cifra de afaceri scade, ca urmare a modificării condițiilor de piață care conduc la scăderea prețului, a cotei de piață sau a mărimii pieței, doar o parte din cheltuieli va scădea, respectiv partea de costuri variabile, astfel că se poate ajunge la situația în care totalul veniturilor devine mai mic decât totalul cheltuielilor. Se pune problema care e nivelul minim al vânzărilor, astfel încât compania să nu înregistreze pierderi.

Pragul de rentabilitate (denumit și punct critic) reprezintă nivelul cifrei de afaceri pentru care profitul este zero. Cu cât cifra de afaceri efectiv înregistrată este mai mare față de acest prag de rentabilitate, cu atât expunerea la risc a întreprinderii este mai mică, având suficient spațiu de manevră în cazul nefavorabil al scăderii vânzărilor.

Pragul de rentabilitate de exploatare, notat CA_{PRE}, reprezintă nivelul cifrei de afaceri pentru care rezultatul exploatării este zero. Pragul de rentabilitate global, notat CA_{PRG}, reprezintă nivelul cifrei de afaceri pentru care profitul net este zero.

Comparația dintre cifra de afaceri efectivă și cea aferentă pragului de rentabilitate se realizează prin determinarea următorului indicator:

$$poziție\ față\ de\ prag = \frac{CA - CA_{PR}}{CA_{PR}}. \tag{9.15}$$

Cu cât cifra de afaceri efectivă este mai mare față de nivelul pragului de rentabilitate, cu atât riscul aferent companiei este mai scăzut, existând mai puține „șanse" ca scăderea cifrei de afaceri să genereze pierdere.

Pragul de rentabilitate de exploatare este soluția ecuației Rezultat de exploatare = 0. În varianta anglo-saxonă, se determină astfel:

$$\begin{aligned} EBIT = 0 &\Rightarrow CA - CV_{de\ exploatare} - CF_{de\ exploatare} = 0 \\ &\Rightarrow CA - vCA - CF_{de\ exploatare} = 0 \end{aligned} \tag{9.16}$$

$$\Rightarrow CA_{PRE} = \frac{CF_{de\ exploatare}}{1 - v},$$

unde:

CV de exploatare – total costuri de exploatare a căror mărime este direct proporțională cu cifra de afaceri (acestea cuprind cheltuieli cu materiile prime, materiale, salariile celor din procesul de producție, utilități consumate în procesul de producție etc.);

CF de exploatare – total costuri fixe de exploatare a căror mărime nu depinde de cifra de afaceri (acestea cuprind cheltuieli cu personalul din administrație, utilități consumate în afara procesului de producție, amortizări și provizioane de exploatare etc.);

v – ponderea costurilor variabile în cifra de afaceri, presupusă a fi constantă, cel puțin pe termen scurt.

Pragul de rentabilitate global este soluția ecuației Profit net = 0. În varianta anglo-saxonă, se determină astfel:

$$\begin{aligned} PN = 0 &\Rightarrow [(CA - CV_{de\ exploatare} - CF_{de\ exploatare}) - Dobânzi](1 - \tau) = 0 \\ &\Rightarrow CA - vCA - CF_{de\ exploatare} - Dobânzi = 0 \\ &\Rightarrow CA_{PRG} = \frac{CF_{de\ exploatare} + Dobânzi}{1 - v}. \end{aligned} \tag{9.17}$$

Pragul de rentabilitate se poate exprima atât în unități monetare, cum este cazul celor de mai sus, care reprezintă nivelul cifrei de afaceri pentru care rezultatul este zero, sau în unități fizice, reprezentând nivelul producției pentru care rezultatul este zero[19].

Studiul de caz 9.6. Determinarea pragului de rentabilitate

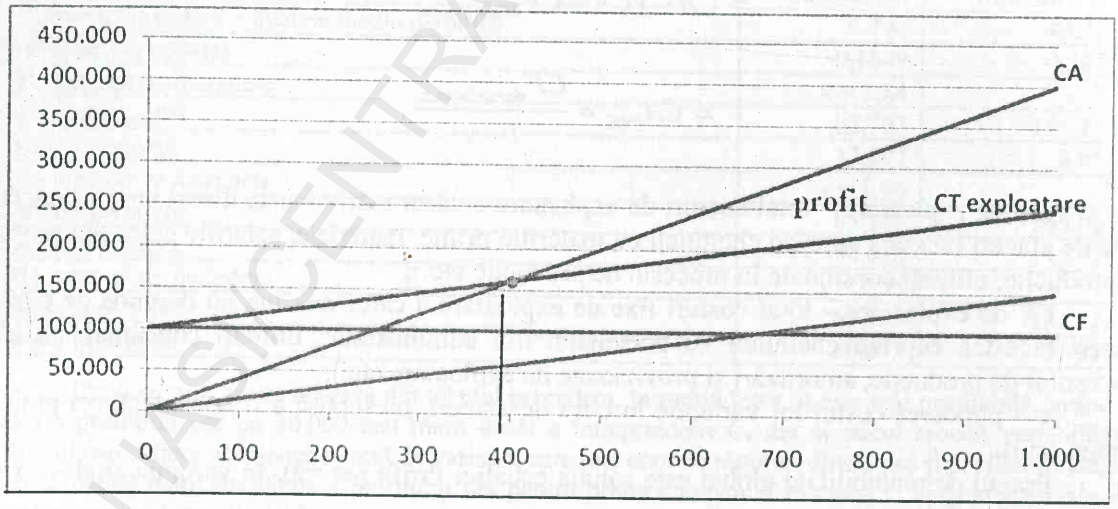
Pentru exemplificare, să considerăm cazul următoarei întreprinderi care analizează pragul de rentabilitate pentru un singur produs, al cărui preț este de 400; costul variabil mediu este de 150; costul fix este de 100.000; iar cheltuielilor cu dobânzile sunt de 5.000. În tabelul următor sunt calculați indicatorii de EBIT și PN pentru diferite valori ale producției (q).

Tabelul 9.11

Determinarea PN pentru diferite mărimi ale cantității produse și vândute

q	0	200	400	500	600	800	1.000
CA	0	80.000	160.000	200.000	240.000	320.000	400.000
CV	0	30.000	60.000	75.000	90.000	120.000	150.000
CF	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
EBIT	-100.000	-50.000	0	25.000	50.000	100.000	150.000
Dobânzi	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
EBT	-105.000	-55.000	-5.000	20.000	45.000	95.000	145.000
PN	-88.200	-46.200	-4.200	16.800	37.800	79.800	121.800

Pragul de rentabilitate de exploatare
= 100.000/(1 – 150/400) = 160.000
Exprimat în unități fizice este de 160.000/400 = 400 bucăți.
Pragul de rentabilitate global
= (100.000 + 5.000)/(1 – 150/400) = 168.000
Exprimat în unități fizice este de 168.000/400 = 420 bucăți.



Graficul 9.2. **Determinarea pragului de rentabilitate**

[19] Pentru o analiză mai extinsă a pragului de rentabilitate, consultă Tsorakidis, Nikolaos; Papadoulos, Sophocles; Zerres, Michael; Zerres, Christopher, *Break-Even Analysis*, 2008.

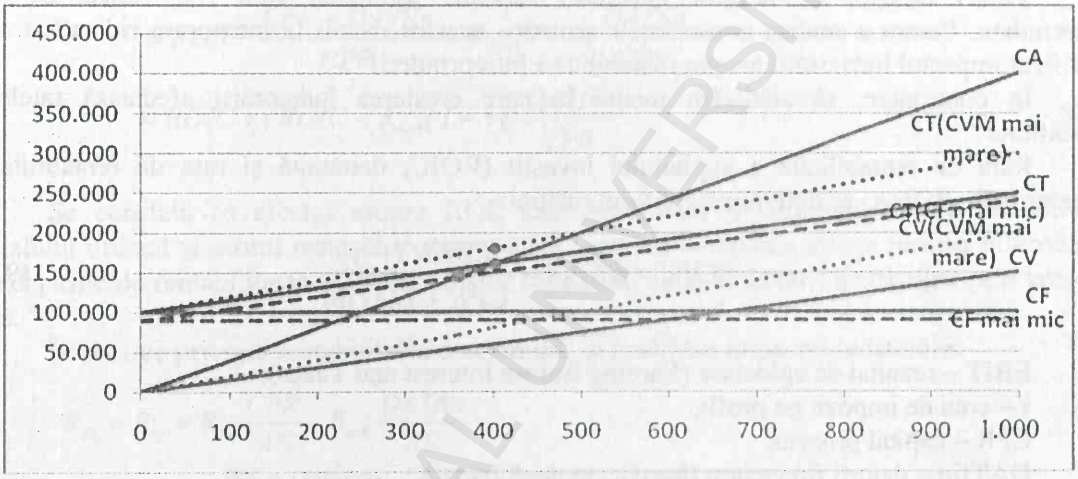
Dacă se modifică nivelul costurilor fixe sau costul variabil mediu, trebuie recalculate valorile pragului de rentabilitate pentru a ajusta deciziile de producție în funcție de pragul de rentabilitate. Să presupunem că întreprinderea se confruntă cu scăderea costurilor fixe la nivelul de 90.000, respectiv cu creşterea costului variabil mediu la 200.

Tabelul 9.12

Determinarea pragului de rentabilitate în situația modificării costurilor

	moment 0	CF mai mici	CVM mai mari
CAPRE	160.000	144.000	200.000
qPRE	400	360	500
CAPRG	168.000	238.400	210.000
qPRG	420	596	525

Graficul 9.3 surprinde noile valori ale pragului de rentabilitate de exploatare:



Graficul 9.3. **Determinarea pragului de rentabilitate pentru cazul modificării costurilor**

9.3.2. Riscul de îndatorare

Riscul de îndatorare se poate măsura prin utilizarea următorilor indicatori: lichiditate, rate de îndatorare.

Indicatorii de lichiditate surprind capacitatea întreprinderii de a face față datoriilor scadente pe termen scurt, prin utilizarea activelor pe termen scurt, totale, sau a anumitor componente din activele curente[20]:

- lichiditatea curentă = active curente/datorii curente;
- lichiditatea rapidă/intermediară/imediată/testul acid = (active curente-stocuri)/datorii curente;
- lichiditatea la vedere/cash = lichidități/datorii curente. (9.18)

Valoarea redusă a acestor rate de lichiditate indică probleme de lichiditate. Evident că utilizarea drept instrument de semnalizare a unor probleme la nivelul întreprinderii implică o

[20] Ratele de lichiditate au fost prezentate în capitolul 4. Acestea sunt prezentate şi în capitolul 9, deoarece reprezintă o măsură a riscului de lichiditate.

încadrare a valorilor companiei în funcție de caracteristicile sectorului de activitate și de specificul perioadei analizate.

Ratele de îndatorare sunt calculate ca raport între datoriile contractate de companie, pe termen lung, termen scurt, totale sau financiare și pasiv sau capital propriu[21]:

$$\rightarrow rata\,(gradul)\,de\,\hat{i}ndatorare\,pe\,termen\,lung/\,scurt = \frac{datorii\,pe\,termen\,lung/scurt}{pasiv}$$

$$\rightarrow levier = \frac{datorii\,financiare\,(pe\,termen\,lung)}{capital\,propriu} \qquad (9.19)$$

$$\rightarrow solvabilitate\,patrimonială = \frac{capital\,propriu}{pasiv}.$$

Valori ridicate ale acestor indicatori exprimă asumarea unui risc ridicat de către întreprindere. Pentru a analiza consecințele asumării acestor riscuri la îndatorare ridicată, trebuie identificat impactul îndatorării asupra rentabilității întreprinderii[22].

În continuare, să analizăm modul în care creșterea îndatorării afectează ratele de rentabilitate[23].

Rata de rentabilitate a capitalului investit (ROIC, denumită și rata de rentabilitate a activelor nete, RONA) se determină conform relației:

$$ROIC = RONA = \frac{EBIT(1-\tau)}{CPR + DATfin}, \qquad (9.20)$$

unde:

EBIT – rezultat de eploatare (Earning Before Interest and Taxes);

τ – cota de impozit pe profit;

CPR – capital propriu;

DATfin – datorii financiare (purtătoare de dobânzi).

Atragerea de resurse împrumutate fără a genera creșterea rezultatelor de exploatare generează scăderea ROIC. Această situație ar putea fi acceptată în prima perioadă, însă pe termen mediu, creditele contractate și utilizate în achiziția de imobilizări trebuie să genereze plus de performanță de exploatare.

În ceea ce privește rentabilitatea capitalului propriu (ROE), aceasta este direct influențată de îndatorare:

$$ROE = ROA\frac{P}{CPR}$$

$$R_{fin} = R_{ec} + \underbrace{(R_{ec} - R_{dob}) \cdot \underbrace{\frac{DATfin}{CPR}}_{levier}}_{efect\,de\,levier},$$

[21] Ratele de îndatorare au fost prezentate în capitolul 4. Acestea sunt prezentate și în capitolul 9, deoarece reprezintă o măsură a riscului aferent îndatorării companiei.

[22] În capitolul 8 sunt prezentate ratele de rentabilitate. Includerea acestora în capitolul 9 are ca scop identificarea modului în care asumarea unor riscuri suplimentare, prin îndatorare mai ridicată, poate influența performanța companiei.

[23] Pentru o exemplificare a corelației dintre levier și ratele de rentabilitate, vezi Helfert, Erich A., *Financial Analysis Tools and Techniques: A Guide for Managers*, McGraw-Hill, 2001.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

unde:

ROA – rentabilitatea activului (return on assets, engl.);

R_{ec} – rentabilitatea economică = $\frac{EBIT - impozit\ pe\ profit}{AE}$;

AE – activ economic = CPR + DATfin;

R_{dob} – rata dobânzii aferente datoriilor financiare.

$$ROE = \frac{(EBIT - dobânzi)(1-\tau)}{CPR} = \frac{EBIT(1-\tau)}{CPR} + (1-\tau)\frac{R_{dob}DATfin}{CPR} =$$
$$= \frac{EBIT(1-\tau)}{AE} \cdot \frac{CPR + DATfin}{CPR} + (1-\tau)\frac{R_{dob}DATfin}{CPR} =$$
$$= ROIC \cdot \frac{CPR + DATfin}{CPR} + R_{dob}(1-\tau)\frac{DATfin}{CPR} =$$
$$= ROIC + (ROIC - R_{dob}(1-\tau))\frac{DATfin}{CPR}. \quad (9.21)$$

Se constată că efectul asupra ROE este determinat de diferența dintre rentabilitatea capitalului utilizat şi costul resurselor atrase; atâta timp cât compania atrage resurse la costuri ce sunt depăşite de rentabilitatea utilizării acestor capitaluri, au şi acționarii de câştigat prin creşterea ROE.

În ceea ce priveşte rentabilitatea economică, să analizăm impactul îndatorării:

$$R_{AE} = R_{ec} = R_{fin}\frac{CPR}{AE} + R_{dob}\frac{DATfin}{AE} =$$
$$= \frac{PN + Dobânzi}{CPR + DATfin} = \frac{EBIT - Impozit\ pe\ profit}{AE} \quad (9.22)$$
$$R_{ec}(firma\ îndatorată) = \frac{EBIT - \tau(EBIT - Dobânzi)}{AE} = \frac{EBIT - \tau EBIT}{AE} + \frac{\tau \cdot Dobânzi}{AE}$$
$$= R_{ec}(firma\ neîndatorată) + \frac{\tau \cdot Dobânzi}{AE}.$$

Astfel, dacă se compară rentabilitățile economice pentru două întreprinderi similare ca mărime a capitalului investit (acelaşi activ economic) şi ca performanță din exploatare (acelaşi EBIT), dar cu grade diferite de îndatorare, se constată din relația de mai sus că este mai mare rentabilitatea companiei mai îndatorate, prin efectul economiilor fiscale generate de cheltuielile cu dobânzile.

Un indicator care sintetizează toate riscurile la nivelul întreprinderii este coeficientul de volatilitate, beta. Acest indicator reprezintă volatilitatea acțiunilor companiei în raport cu piața de capital şi este oglinda tuturor riscurilor asumate de companie, inclusiv a riscului financiar.

Beta pentru o întreprindere îndatorată este mai mare decât beta al unei întreprinderi neîndatorate, în funcție de levier[24]:

[24] Pratt, Shannon; Grabowski, Roger, *Cost of Capital: Workbook and Technical Supplement*, 4th Edition, Wiley, 2010.

BOOKS CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$$\beta_L = \beta_U \left[1 + (1-\tau)\frac{DAT}{CPR} \right]. \quad (9.23)$$

Valoarea coeficientului de volatilitate exprimă toate riscurile la care este expusă întreprinderea, respectiv riscurile de exploatare şi îndatorare, dar şi riscurile legate de sectorul de activitate şi de contextul macroeconomic. În tabelul următor sunt cuprinse valorile pentru fiecare sector de activitate, pentru ţările emergente şi cele dezvoltate din Europa, ale coeficientului de volatilitate pentru întreprinderi îndatorate şi neîndatorate.

Tabelul 9.13

Mărimile coeficientului de volatilitate pentru pieţele emergente şi Europa

	Pieţe emergente				Europa			
Industria	Nr. companii	Beta	Datorii /CPR	Beta neîndatorată	Nr. companii	Beta	Datorii /CPR	Beta neîndatorată
Advertising	78	0,64	28,09%	0,51	77	0,76	43,07%	0,55
Aerospace/ Defense	50	0,65	17,69%	0,56	33	0,94	32,59%	0,74
Air Transport	76	0,67	94,94%	0,37	33	0,99	129,85%	0,46
Apparel	913	0,74	223,47%	0,25	98	0,88	17,22%	0,77
Auto & Truck	81	0,87	30,58%	0,69	19	1,39	185,04%	0,54
Auto Parts	363	0,86	22,39%	0,73	41	1,39	76,13%	0,85
Bank	436	0,67	106,24%	0,36	86	1,50	1.534,67%	0,11
Banks (Regional)	86	0,31	109,41%	0,16	79	0,66	696,51%	0,11
Beverage	44	0,53	12,78%	0,47	10	0,51	51,10%	0,35
Beverage (Alcoholic)	132	0,59	10,83%	0,54	45	0,59	39,80%	0,44
Biotechnology	115	0,81	8,50%	0,75	113	0,93	25,95%	0,74
Broadcasting	64	0,85	19,49%	0,73	26	1,19	30,38%	0,95
Brokerage & Investment Banking	345	0,68	37,91%	0,51	68	0,67	363,40%	0,16
Building Materials	231	0,63	39,90%	0,47	60	0,88	46,46%	0,64
Business & Consumer Services	151	0,52	15,16%	0,46	184	0,85	31,40%	0,68
Cable TV	27	1,02	19,97%	0,87	6	0,86	37,71%	0,65
Chemical (Basic)	576	0,70	34,80%	0,54	42	0,94	29,92%	0,75
Chemical (Diversified)	47	0,93	29,98%	0,74	6	1,47	35,65%	1,14
Chemical (Specialty)	421	0,82	28,00%	0,66	65	0,83	22,89%	0,69
Coal & Related Energy	100	0,82	17,53%	0,71	18	0,99	42,85%	0,71

Industria	Pieţe emergente				Europa			
	Nr. companii	Beta	Datorii /CPR	Beta neîndatorată	Nr. companii	Beta	Datorii /CPR	Beta neîndatorată
Computer Services	467	0,82	11,03%	0,75	194	0,90	17,40%	0,78
Computer Software	382	0,87	5,09%	0,84	225	0,84	9,22%	0,78
Computers/ Peripherals	234	0,79	44,60%	0,57	35	1,29	23,03%	1,08
Construction	387	0,64	29,44%	0,51	31	1,25	121,84%	0,62
Diversified	281	0,76	67,24%	0,48	49	1,15	40,61%	0,86
Educational Services	60	0,55	15,19%	0,48	6	0,19	0,00%	0,19
Electrical Equipment	537	0,73	22,99%	0,61	83	1,06	34,30%	0,82
Electronics	626	0,76	43,58%	0,55	128	1,02	28,36%	0,82
Electronics (Consumer & Office)	137	0,90	62,23%	0,58	29	1,03	25,93%	0,84
Engineering	744	0,69	75,61%	0,42	124	1,23	164,59%	0,52
Entertainment	138	0,93	19,51%	0,79	93	0,72	78,61%	0,42
Environmental & Waste Services	81	0,91	28,44%	0,73	43	0,90	55,40%	0,62
Farming/ Agriculture	266	0,65	41,05%	0,48	32	0,76	33,85%	0,59
Financial Svcs.	327	0,51	79,05%	0,31	59	0,82	2.300,13%	0,04
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	74	0,68	65,30%	0,44	16	1,34	1.373,52%	0,11
Food Processing	819	0,58	26,81%	0,47	122	0,70	23,16%	0,59
Food Wholesalers	49	0,64	57,43%	0,43	11	0,63	430,34%	0,14
Furn/Home Furnishings	213	0,71	23,00%	0,59	40	0,89	38,57%	0,68
Healthcare Services	88	0,59	21,23%	0,50	38	0,87	56,75%	0,59
Healthcare Information and Technology	30	0,95	14,88%	0,83	54	0,84	39,68%	0,62
Healthcare Products	52	0,65	7,62%	0,61	17	0,57	10,17%	0,53
Healthcare Equipment	94	0,69	7,03%	0,65	87	0,81	13,63%	0,72
Healthcare Facilities	69	0,37	40,17%	0,27	21	0,82	131,32%	0,39

BUCHAREST CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

	Piețe emergente				Europa			
Industria	Nr. companii	Beta	Datorii /CPR	Beta neîndatorată	Nr. companii	Beta	Datorii /CPR	Beta neîndatorată
Heavy Construction	198	0,85	41,07%	0,64	45	1,07	91,77%	0,61
Homebuilding	53	0,87	94,44%	0,48	28	1,27	30,41%	1,02
Hotel/ Gaming	370	0,62	22,81%	0,51	90	0,97	56,77%	0,66
Household Products	216	0,67	10,02%	0,62	52	0,66	7,62%	0,62
Information Services	46	0,91	7,24%	0,86	20	0,78	33,59%	0,60
Insurance (General)	148	0,36	22,58%	0,30	41	1,12	88,44%	0,65
Insurance (Life)	53	0,47	34,22%	0,36	18	1,38	125,61%	0,68
Insurance (Prop./Cas.)	139	0,47	9,21%	0,43	15	1,18	30,95%	0,94
Internet software and services	170	0,68	3,72%	0,66	134	0,76	10,37%	0,69
Investment Co.	219	0,53	54,46%	0,35	89	0,68	78,37%	0,40
Machinery	651	0,73	26,56%	0,60	190	1,22	20,65%	1,04
Metals & Mining	327	0,90	25,35%	0,74	99	1,55	24,71%	1,26
Office Equipment & Services	69	0,60	17,50%	0,53	31	0,66	14,31%	0,59
Oil/Gas (Integrated)	29	0,83	22,97%	0,71	13	1,29	31,68%	1,06
Oil/Gas (Production and Exploration)	123	1,00	18,31%	0,86	119	1,32	32,95%	1,01
Oil/Gas Distribution	72	0,85	88,52%	0,48	29	1,04	153,02%	0,43
Oilfield Svcs./Equip.	233	0,82	37,93%	0,62	84	1,29	44,29%	0,92
Packaging & Container	266	0,65	44,98%	0,47	38	0,91	90,44%	0,53
Paper/Forest Products	227	0,83	85,96%	0,47	44	1,21	95,60%	0,66
Pharma & Drugs	524	0,67	10,32%	0,61	75	0,86	20,32%	0,73
Power	417	0,54	69,62%	0,34	106	0,80	104,33%	0,42
Precious Metals	93	1,11	11,86%	1,01	72	1,01	10,31%	0,92
Publishing & Newspapers	177	0,60	16,69%	0,52	109	0,88	50,98%	0,61

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Industria	Pieţe emergente				Europa			
	Nr. companii	Beta	Datorii /CPR	Beta neîndatorată	Nr. companii	Beta	Datorii /CPR	Beta neîndatorată
R.E.I.T.	13	0,37	43,17%	0,26	23	0,59	118,03%	0,28
Railroad	14	0,59	24,49%	0,49	8	0,57	87,79%	0,34
Real Estate	287	0,76	62,37%	0,49	46	0,83	363,13%	0,19
Real Estate (Development)	465	0,84	83,01%	0,50	36	0,84	302,41%	0,22
Real Estate (Operations & Services)	198	0,69	101,69%	0,37	123	0,68	139,53%	0,30
Recreation	107	0,65	26,06%	0,53	56	0,71	88,38%	0,40
Reinsurance	30	0,82	18,16%	0,70	7	1,00	76,04%	0,59
Restaurant	71	0,50	8,91%	0,47	27	0,92	69,34%	0,58
Retail (Automotive)	55	0,56	41,87%	0,42	20	0,93	44,86%	0,67
Retail (Building Supply)	12	0,47	10,68%	0,43	13	0,92	28,95%	0,75
Retail (Distributors)	414	0,65	48,49%	0,46	93	0,87	63,79%	0,57
Retail (General)	158	0,65	20,44%	0,56	15	0,87	111,13%	0,46
Retail (Grocery and Food)	56	0,61	15,04%	0,54	18	0,64	53,97%	0,46
Retail (Internet)	15	0,81	47,91%	0,55	21	0,65	6,77%	0,61
Retail (Special Lines)	158	0,74	13,44%	0,67	71	0,91	6,69%	0,86
Rubber & Tires	77	0,69	57,14%	0,47	3	1,93	43,16%	1,46
Semiconductor	378	0,84	15,57%	0,73	45	1,53	29,51%	1,21
Semiconductor Equip	154	0,98	29,48%	0,77	16	1,80	10,45%	1,65
Shipbuilding & Marine	219	0,74	78,08%	0,43	71	1,27	80,84%	0,72
Shoe	66	0,70	23,69%	0,59	5	1,01	2,23%	1,00
Steel	514	0,88	80,44%	0,53	38	1,41	91,84%	0,78
Telecom (Wireless)	67	0,67	23,23%	0,56	11	0,95	39,01%	0,70
Telecom. Equipment	319	0,89	17,03%	0,77	68	1,02	32,14%	0,79
Telecom. Services	129	0,60	31,54%	0,47	63	0,84	96,72%	0,46
Thrift	29	0,72	20,58%	0,62	7	1,25	2.158,04%	0,07
Tobacco	38	0,33	2,02%	0,33	6	0,39	24,99%	0,32
Tranportation	135	0,79	63,16%	0,52	35	0,95	107,66%	0,51

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Industria	Pieţe emergente				Europa			
	Nr. companii	Beta	Datorii /CPR	Beta neîndatorată	Nr. companii	Beta	Datorii /CPR	Beta neîndatorată
Trucking	80	0,55	31,85%	0,43	20	0,85	93,62%	0,47
Utility (General)	13	0,60	249,05%	0,19	16	0,79	132,79%	0,40
Utility (Water)	56	0,61	47,66%	0,44	15	0,46	118,27%	0,23
Total Market	19.941	0,71	48,70%	0,50	5.204	0,95	220,90%	0,33

Sursa: Damodaran online: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

9.3.3. Riscul de insolvenţă

Riscul de insolvenţă la care este expusă o întreprindere reflectă consecinţele tuturor riscurilor pe care şi le-a asumat. Pentru a cuantifica acest risc se aplică modele mai complexe, cum ar fi metoda scorului.

Predicţia riscului de insolvenţă constituie piatra de încercare a oricărui analist financiar. Interesul ridicat pe care îl prezintă acest tip de cercetare atât pentru proprietarii, cât şi pentru creditorii întreprinderilor, a determinat o adevărată explozie a acestor tipuri de modele de previziune, mai ales în perioadele de criză ale economiei. Mult timp funcţiile scor au fost utilizate de bănci pentru trierea clienţilor lor. Treptat, din cauza erorilor inevitabile ce intervin în clasificările întreprinderilor după scorul obţinut, aceste modele de analiză au fost înlocuite sau completate şi cu alte tipuri de evaluări.

Ce este o funcţie scor? Ideea centrală ce a stat la baza construcţiei acestui model a fost separarea întreprinderilor solvabile de cele insolvabile, pornind de la valorile înregistrate de diferiţi indicatori financiari calculaţi pentru acestea. Se porneşte de la o bază de date cu informaţii financiar-contabile ale mai multor întreprinderi din aceeaşi ramură, având dimensiuni şi obiect de activitate apropiate.

Trebuie ca în baza de date să fie incluse atât întreprinderi performante, cât şi întreprinderi cu probleme. Perioada în care trebuie analizate aceste întreprinderi este destul de mare, 20-30 de ani. Acesta a fost unul din motivele pentru care pe cazul întreprinderilor româneşti nu poate fi construită încă o funcţie scor reprezentativă. Urmărirea evoluţiei în timp a indicatorilor financiari calculaţi este necesară pentru a decide care dintre aceştia semnalizează mai bine starea de insolvabilitate a companiei. Funcţia scor rezultă din prelucrarea statistică a bazei de date, formată din indicatorii financiari calculaţi pentru fiecare întreprindere. Experienţa analistului financiar intervine în momentul alegerii indicatorilor financiari ce vor fi calculaţi, încercându-se, prin intermediul valorii acestora, obţinerea unei imagini cât mai clare a punctelor sensibile ale întreprinderii, ce pot conduce la situaţia încetării de plăţi.

Prelucrarea statistică presupune selectarea acelor indicatorilor financiari ce semnalizează cel mai bine posibila stare de insolvabilitate a unei întreprinderi. Se poate opta pentru o regresie multiplă sau pentru un model de analiză discriminantă uni- sau multidimensională. Un soft statistic poate rezolva această problemă; iar câteva cunoştinţe de analiza datelor îi pot facilita oricărui analist financiar acest tip de modelare[25]. Atunci când riscul poate fi exprimat numeric (de exemplu, sub forma unui indicator ce scoate în evidenţă starea de insolvabilitate – Credite restante/Total

[25] De exemplu, vezi Spircu, Liliana, *Analiza datelor: aplicaţii economice*, Editura ASE, Bucureşti, 2005.

credite – sau a unei grile de notare a întreprinderilor în funcție de risc, realizată cu ajutorul mai multor experți), acesta poate fi analizat cu ajutorul celorlalți indicatori, considerați ca variabile explicative și integrați într-un model de regresie multiplă. Vor fi reținuți doar acei indicatori pentru care parametrii regresiei sunt semnificativ diferiți de zero (din punct de vedere statistic). Odată estimată funcția de regresie, prin aplicarea sa la eșantionul de întreprinderi ales, se vor obține valorile ajustate ale variabilei dependente (în cazul nostru, riscul de insolvență), ce pot fi interpretate ca scoruri asociate întreprinderilor. Dacă modelul este validat statistic, el poate fi folosit pentru predicții ale riscului de insolvență pentru alte întreprinderi, ce nu fac parte neapărat din eșantionul prelucrat.

Cadrul 9.1. Modelul lui Altman (1968)

Prima funcție scor a fost construită de Altman (1968)[26] utilizând o bază de date reprezentată de 66 de companii, din care 33 cu probleme financiare, 33 performante, pornind de la 22 de rate financiare. Eliminând indicatorii nesemnificativi din punct de vedere statistic, modelul Altman conține cinci indicatori în funcție de care se calculează valoarea funcției scor:

$$Z = 1{,}2\frac{Active\,circulante\,nete}{Activ\,Total} + 1{,}4\frac{Profitul\,reinvestit}{Activ\,Total} + 3{,}3\frac{EBIT}{Activ\,Total} + 0{,}6\frac{Capitalizarea\,bursieră}{Total\,datorii} + 0{,}999\frac{Cifra\,de\,afaceri}{Activ\,Total}. \quad (9.24)$$

Un scor Z mai mic decât 2,675 arată că o întreprindere are 95% șanse să intre în stare de insolvență în termen de un an. Totuși, rezultatele practice ale aplicării modelului indică intervalul între 1,81 și 2,99 ca fiind o zonă „gri". Astfel, în funcție de valoarea funcției scor Z se formează trei zone: dacă Z > 2,99, compania se situează în zona de siguranță, dacă 1,81 < Z < 2,99, compania se situează în zona gri, dacă Z < 1,81 compania se află în zona de „probleme".

În urma cercetărilor efectuate pe acel eșantion de întreprinderi, Altman a construit și un tabel cu valorile atinse de indicatorii financiari din funcția scor atât pentru întreprinderile nonperformante, cât și pentru cele bune cu un an înainte de insolvență (perioada de timp pe care s-a întins analiza a permis validarea chiar în practică a modelului).

Tabelul 9.14

Media valorii indicatorilor financiari înaintea declanșării stării de insolvabilitate

Indicatorii financiari	Întreprinderi nonperformante	Întreprinderi performante
Active circulante nete/Activ Total	-6,1%	41,4%
Profitul reinvestit/Activ Total	-62,6%	35,5%
EBIT/Activ Total	-31,8%	15,4%
Capitalizarea bursieră/Valoarea contabilă a datoriilor	40,1%	247,7%
Cifra de afaceri/Activ Total	150%	190%

[26] Altman, Edward I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, 1968.

Cadrul 9.2. Modelul lui Altman (2000)

O nouă estimare a funcției scor în vederea adaptării la companii doar din mediul privat, care nu sunt neapărat cotate la bursă, este realizată de Altman (2000)[27]:

$$Z = 0,7\frac{Active\ circulante\ nete}{Activ\ Total} + 0,847\frac{Profitul\ reinvestit}{Activ\ Total} + 3,107\frac{EBIT}{Activ\ Total} + 0,420\frac{Capital\ propriu}{Total\ datorii} + 0,998\frac{Cifra\ de\ afaceri}{Activ\ Total}. \quad (9.25)$$

Astfel, în funcție de valoarea funcției scor, Z, se formează trei zone: dacă Z > 2,9, compania se situează în zona de siguranță, dacă 1,23 < Z < 2,9, compania se situează în zona gri, dacă Z < 1,23 compania se află în zona de „probleme".

Adaptarea modelului pentru întreprinderi ce aparțin piețelor emergente sau sectoarelor non-manufacturiere este realizată de Altman (2000)[28]:

$$Z = 6,56\frac{Active\ circulante\ nete}{Activ\ Total} + 3,26\frac{Profitul\ reinvestit}{Activ\ Total} + 6,72\frac{EBIT}{Activ\ Total} + 1,05\frac{Capital\ propriu}{Total\ datorii} \quad (9.26)$$

Astfel, în funcție de valoarea funcției scor, Z, se formează trei zone: dacă Z > 2,6, compania se situează în zona de siguranță, dacă 1,1 < Z < 2,6, compania se situează în zona gri, dacă Z < 1,1 întreprinderea se situează în zona de nesiguranță.

Multiplele „rateuri" înregistrate de clasicele modele de *scoring* i-au determinat pe analiștii financiari preocupați de acest aspect să caute noi soluții de îmbunătățire a lor sau chiar de înlocuire. Un exemplu sunt studiile realizate de Gentry, Newbold și Whitford (1985)[29], respectiv Casey și Bartczak (1984)[30], prin care aceștia au verificat dacă utilizarea indicatorilor de cash flow ca variabile explicative vor îmbunătăți performanțele funcției scor în discriminarea întreprinderilor bune de cele nonperformante. Ambele studii au ajuns la aceeași concluzie: per total nu se remarcă o îmbunătățire sensibilă a discriminării întreprinderilor bune de cele nonperformante. Acest fapt este rezultatul ignorării de către funcțiile scor a abilității întreprinderilor de a supraviețui, de exemplu prin reeșalonarea termenelor de plată, sau prin restructurarea activității lor. Oricum, faptul că întreprinderea a ajuns în această stare nu este îmbucurător pentru proprietarii și creditorii ei, chiar dacă în final nu va intra în situația de insolvență. Aceasta este mai mult o chestiune juridică (legală) decât una economică. Este un mecanism perturbat de considerente politice, care nu au, uneori, nicio legătură cu legile pieței concurențiale. Funcțiile scor nu au cum să cuprindă astfel de elemente în analiza lor.

[27] Altman, Edward I., "Predicting Financial Distress of Companies", http://pages.stern.nyu.edu/ ~ealtman/Zscores.pdf, 2000.
[28] *Ibidem.*
[29] Gentry, James A.; Newbold, Paul; Whitford, David T., "Classifying Bankrupt Firms with Funds Flow Components", *Journal of Accounting Research,* August 1985, pp. 146-160.
[30] Casey, Cornelius J.; Bartczak, Norman J., "Cash Flow It's Not the Bottom Line", *Harvard Business Review,* July/August 1984, pp. 60-66.

Cadrul 9.3. Modelul lui Springate (1978)

Un alt model de referință în determinarea funcției scor este cel al lui Springate (1978)[31], care a selectat din 19 rate financiare, utilizând analiza discriminantă, patru factori determinanți:

$$Z = 1,03\frac{Active\ circulante\ nete}{Activ\ Total} + 3,07\frac{EBIT}{Activ\ Total} + \\ + 0,66\frac{Profitul\ brut}{Pasive\ curente} + 0,4\frac{Cifra\ de\ afaceri}{Activ\ Total}. \quad (9.27)$$

Zona de risc de insolvență este asociată intervalului pentru Z < 0,862.

Cadrul 9.4. Modelul lui Farrelly, Ferris, Reichenstein (1985)

Un model cu mai multe variabile explicative este construit de Farrelly, Ferris, Reichenstein (1985)[32]. Au fost folosite datele doar de la 25 de întreprinderi pentru o perioadă de cinci ani (1977-1981); ca urmare, rezultatele modelului trebuie interpretate cu prudență. Cu titlu de exemplu, vă prezentăm în mare, modul în care el a fost construit. S-a luat în considerare un set de șapte indicatori financiari. Studiul a fost completat de consultarea opiniei a 500 de specialiști în domeniu, fiecare dintre aceștia acordând fiecărei întreprinderi din eșantionul analizat câte o notă între 1 și 9. Nota 1 reflecta un risc de insolvență minim, iar nota 9 un risc de insolvență maxim. Aceste note primite de întreprinderi au constituit valorile luate de variabila dependentă, ecuația de regresie multiplă construită pentru variabilele independente arătate mai sus având următoarea formă:

$$Z = 0,447\frac{Dividend}{Profit\ net} + 0,325\frac{Active\ curente}{Pasive\ curente} - 0,279 \cdot ln(Activ\ total) + \\ + 0,367\frac{Datorii}{Total\ activ} + 0,036 \cdot Rata\ medie\ de\ creștere\ a\ activului + \quad (9.28) \\ + 0,297 \cdot Abaterea\ standard\ a\ PER + 0,157 \cdot corel(PER, PER\ sector),$$

unde:

corel – coeficientul de corelație.

Semnul minus al coeficientului celei de a treia variabile indică faptul că mărimea acesteia (mărimea activelor) acționează în sensul diminuării riscului de insolvență; în cazul celorlalte variabile explicative (ai căror coeficienți sunt pozitivi) creșterea nivelului lor va implica majorarea acestui risc. Valorile indicatorilor statistici de bonitate ai ajustării sunt: 0,7348 pentru coeficientul de determinare multiplă (R^2) și 6,616 pentru valoarea testului statistic F, ceea ce înseamnă că modelul de regresie explică într-o proporție de 74% riscul de insolvență pentru întreprinderile din eșantionul ales. Extrapolarea rezultatelor obținute pentru alte întreprinderi din afara eșantionului ar trebui, însă, să se realizeze cu prudență, dată fiind dimensiunea redusă a eșantionului și perioada scurtă de analiză.

Majoritatea funcțiilor scor construite în scopul detectării stării probabile de insolvență a întreprinderilor folosesc ca tehnică statistică analiza discriminantă. Aceasta este mai indicată mai ales atunci când vrem să extragem din multitudinea de indicatori financiari calculați pe cei care explică într-o mare măsură riscul de insolvență al întreprinderii. Indicatorii financiari care discriminează cel mai bine întreprinderile performante de cele nonperformante se vor regăsi în

[31] Springate, Gordon, "Predicting the Possibility of Failure in a Canadian Firm", MBA Research Project, Simon Fraser University, 1978.

[32] Farrelly, Gail; Ferris, Kenneth; Reichenstein, William, "Perceived risk, market risk, and accounting determined risk measures", *The Accounting Review*, Vol. 60, 1985.

CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

funcția scor. Parametrii funcției scor indică modul și gradul în care fiecare indicator financiar semnalizează riscul de insolvență. Odată definită și validată funcția discriminantă (funcția scor), este calculat scorul pentru fiecare întreprindere din eșantionul analizat. Vă reamintim că aceste întreprinderi sunt deja clasificate în performante și nonperformante, intervalul scorurilor estimate fiind folosit pentru a trasa „granița" între întreprinderile solvabile și cele insolvabile. Întotdeauna există o zonă de incertitudine, o zonă „gri", în cadrul căreia decizia privind bonitatea întreprinderii este dificil de luat. Un astfel de model discriminant poate fi folosit pentru predicție atâta timp cât noile întreprinderi analizate sunt apropiate de cele reținute în eșantion din punctul de vedere al domeniului de activitate, dimensiunii, pieței sau economiei în care funcționează. Și în cazul în care aceste condiții sunt îndeplinite, analistul financiar trebuie să-și asume riscul ca discriminarea să nu fie 100% corectă. În termeni statistici, este vorba de existența erorilor de tip I și II între care cercetătorul trebuie să facă un compromis. Eroarea de tip I se referă la o clasificare eronată a întreprinderii, prin încadrarea sa în categoria celor solvabile, în timp ce ea este insolvabilă. Eroarea de tip II presupune clasificarea prin intermediul funcției scor a unei întreprinderi ca fiind insolvabilă, în timp ce aceasta este solvabilă. Minimizarea erorii de tip I va determina creșterea erorilor de tip II, calea de mijloc indicată ar fi cea care minimizează costurile asociate predicției prin intermediul modelului. Pornind de la aceste considerente, verificarea bonității întreprinderilor românești folosind unul din modele de *scoring* deja consacrate poate fi privită doar ca un exercițiu de calcul, rezultatele obținute fiind departe de adevăr; indicată ar fi construirea unei funcții de scor în care să fie identificați indicatorii semnificativi și estimați parametrii aferenți acestora.

Dacă luăm la întâmplare o societate românească ce cotează la Bursa de Valori București, și o analizăm prin intermediul acestui model, s-ar putea să avem surpriza să constatăm că este de mult în situația de insolvabilitate. Totuși, când analizăm situația reală, întreprinderea este departe de a avea probleme financiare. Cum este posibil? Este incorect modelul? NU! Dar nu poate fi aplicat un model ai cărui coeficienți au fost estimați utilizând o cu totul alta bază de date (din alt deceniu, din altă economie). Evident că modelele de funcție scor nu trebuie aplicate mecanic, ci adaptate tipului de întreprindere și condițiilor economice.

Pentru economia românească au fost construite funcții scor specifice – unele dintre acestea au estimat parametri modelelor construite pentru economii dezvoltate, altele au luat în considerare noi variabile, specifice economiilor emergente.

Cadrul 9.5. Modelul lui Băileșteanu (1998)

Pornind de la modelele de scoring determinate pentru economiile dezvoltate, Băileșteanu[33] consideră următorii factori determinanți ai insolvenței: incapacitatea de a plăti obligațiile curente, lipsa resurselor financiare pentru acoperirea obligațiilor legate de credite, încasarea cu întârziere a vânzărilor, ponderea costurilor totale în cifra de afaceri.

Funcția estimată este:

$$B = 0{,}444\frac{Active\ curente}{Pasive\ curente} + 0{,}909\frac{Profit\ net + Amortizare}{Rata\ credit + Dobânzi} + \\ + 0{,}0526\frac{CA}{Creanțe\ clienți} + 0{,}0333\frac{Profit\ net}{Costuri}\cdot 100 + 1{,}414. \quad (9.29)$$

Zona de risc de insolvență este asociată intervalului pentru $B < 0{,}5$, zona de risc mai scăzut este $0{,}5 < B < 1{,}1$, zona gri este $1{,}1 < B < 2$, iar zona de siguranță este $B > 2$.

[33] Băileșteanu, Gheorghe, *Diagnostic, risc și eficiență în afaceri*, Editura Mirton, Timișoara, 1998, p. 294.

Cadrul 9.6. Modelul lui Anghel (2002)

Un alt model de referință în determinarea funcției scor pentru România este cel al lui Anghel (2002)[34], care a selectat patru factori determinanți:

$$A = 5,676 + 6,3718\frac{Profit\ net}{CA} + 5,3932\frac{Cash\ flow}{Activ\ Total} - 5,1427\frac{Datorii}{Activ\ Total} - 0,0105\frac{Datorii\ comerciale}{CA}\cdot 360. \quad (9.30)$$

Acest model a fost fundamentat pe analiza datelor financiare pentru 276 de întreprinderi, distribuite în 12 ramuri ale economiei românești, pentru perioada 1994-1998. Analiza capacității de predicție *a priori* a funcției a evidențiat o rată de succes de 97%.

Zona de risc de insolvență este asociată intervalului $A < 0$, în timp ce pentru intervalul $0 < A < 2,05$, întreprinderea se află într-o situație de incertitudine, astfel că se impune o analiză suplimentară, iar pentru intervalul $A > 2,05$, întreprinderea se află într-o situație bună, riscul de insolvență fiind improbabil.

Referințe bibliografice

Altman, Edward I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, September, 1968

Altman, Edward I., "Predicting Financial Distress of Companies", http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf, 2000

Anghel, Ion, *Falimentul. Radiografie și predicție*, Editura Economică, București, 2000

Băileșteanu, Gheorghe, *Diagnostic, risc și eficiență în afaceri*, Editura Mirton, Timișoara, 1998

Brealey, Richard; Myers, Stewart, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Inc., 2003

Casey, Cornelius J.; Bartczak, Norman J., "Cash Flow It's Not the Bottom Line", *Harvard Business Review*, July/August, 1984

Dragotă, Victor; Dragotă, Ingrid-Mihaela, "Models and Indicators for Risk Valuation of Direct Investments", *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, Vol. 43, No. 3/2009, pp. 69-76, http://www.ecocyb.ase.ro/articles%203.2009/V%20%20Dragota.pdf

Farrelly, Gail; Ferris, Kenneth; Reichenstein, William, "Perceived risk, market risk, and accounting determined risk measures", *The Accounting Review*, Vol. 60, 1985

Gentry, James; Newbold, Paul; Whitford, David, "Classifying Bankrupt Firms with Funds Flow Components", *Journal of Accounting Research*, August, 1985

Helfert, Erich A., *Financial Analysis Tools and Techniques: A Guide for Managers*, McGraw-Hill, 2001

Pratt, Shannon; Grabowski, Roger, *Cost of Capital: Workbook and Technical Supplement*, 4th Edition, Wiley, 2010

Spircu, Liliana, *Analiza datelor: aplicații economice*, Editura ASE, București, 2005

Springate, Gordon, "Predicting the Possibility of Failure in a Canadian Firm", MBA Research Project, Simon Fraser University, 1978

Stancu, Ion, *Finanțe*, ediția a patra, Editura Economică, București, 2007

Tsorakidis, Nikolaos; Papadoulos, Sophocles; Zerres, Michael; Zerres, Chistopher, *Break-Even Analysis*, 2008, www.bookboon.com

Țâțu, Lucian; Dragotă, Victor; Vintilă, Nicoleta, „An Observation of the Effective Tax Rate for Corporate Income in Romania", *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, Vol. 45, No. 1/2011, pp. 91-106, http://www.ecocyb.ase.ro/12011%20pdf/Tatu.pdf

Watts, Ross; Zimmerman, Jerold, *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall, Engelwood Cliffs, NJ, 1986

Damodaran online: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

[34] Anghel, Ion, *Falimentul. Radiografie și predicție*, Editura Economică, București, 2002.

Lecturi ulterioare

Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Inc, 2003
Helfert, Erich A.,, *Financial Analysis Tools and Techniques: A Guide for Managers*, McGraw-Hill, 2001
Keown, Arthur J.; Scott, David F.; Martin, John D.; Petty, John W., *Basic Financial Management,* Prentice Hall International, Inc., 1996
Levasseur, Michel; Quintart, Aimable, *Finance,* 3e edition, Economica, 1992
Roger, Patrick, *Probability for Finance*, Patrick Roger & Ventus Publishing ApS, 2010, www.bookboon.com
Spircu, Liliana, *Analiza datelor: aplicații economice*, Editura ASE, București, 2005
Stancu, Ion, *Finanțe*, ediția a patra, Editura Economică, București, 2007
Tsorakidis, Nikolas; Papadoulos, Sophocles; Zerres, Michael; Zerres, Christopher, *Break-Even Analysis*, 2008, www.bookboon.com

Verificați-vă cunoștințele!

- În ce condiții creșterea gradului de îndatorare determină majorarea ratei de rentabilitate financiară obținută de întreprindere?
- Care este impactul modului de finanțare al întreprinderii asupra rentabilității financiare a acesteia? Dar asupra indicatorilor de risc?
- Majorarea mărimii levierului de exploatare presupune creșterea riscului aferent activității întreprinderii respective?
- Care este corelația dintre pragul de rentabilitate și costurile fixe?
- Care este corelația dintre pragul de rentabilitate și ponderea în cifra de afaceri a costurilor variabile?
- Care sunt principalele surse ale riscului pentru o societate comercială?
- Ce strategii poate aplica o întreprindere pentru reducerea riscului generat de variabilitatea cifrei de afaceri?
- Identificați alte funcții scor utilizate pentru estimarea riscului de insolvență!
- Care sunt avantajele și dezavantajele utilizării unei funcții scor în estimarea riscului de insolvență al unei întreprinderi?
- Având în vedere caracteristicile economiei românești, ce indicatori financiari sugerați să fie cuprinși în cadrul analizei pentru determinarea unei funcții scor pe cazul întreprinderilor din domeniul farmaceutic?

Probleme și studii de caz

9.1. O întreprindere, în anul curent, are vânzări în valoare de 20.000. Costurile variabile reprezintă 40% din cifra de afaceri, costurile fixe de exploatare monetare sunt de 2.000, iar cheltuielile cu amortizarea și provizioanele sunt de 500. Rezultatul brut este de 8.700, iar cota impozitului pe profit este de 16%.

a) Determinați profitul net al companiei, dacă cifra de afaceri crește cu 20%, a cifrei de afaceri, considerând ponderea cheltuielilor variabile în cifra de afaceri constantă, iar celelalte cheltuieli fixe de exploatare și cele financiare constante;

b) Calculați coeficientul de elasticitate a profitului net în raport cu cifra de afaceri și descompuneți valoarea acestuia în funcție de levierul de exploatare și cel financiar;

c) Determinați pragul de rentabilitate de exploatare și cel global.

9.2. O întreprindere a înregistrat în ultimii zece ani următoarele valori ale profitului net: 4.000, 5.000, 2.000, 3.000, 4.000, 10.000, (-2.000), (-3.000), 1.500, 2.000. Determinați coeficientul de variație al profitului net și determinați intervalul de încredere pentru o probabilitate de 95% și de 99%.

9.3. Pentru o întreprindere s-au făcut estimări ale profitului net în funcție de scenariile posibile: în scenariul nefavorabil, căruia i s-a asociat o probabilitate de apariție de 30%, profitul net este de 2.000; în scenariul normal, căruia i s-a asociat o probabilitate de apariție de 40%, profitul net este de 2.500; iar în scenariul favorabil, căruia i s-a asociat o probabilitate de apariție de 30%, profitul net este de 3.000. Determinați indicatorii de medie, varianță, coeficient de variație pentru profitul net. Determinați intervalul de încredere pentru o probabilitate de 95% și de 99%.

9.4. Pentru o întreprindere se cunosc informații din bilanț: imobilizări = 3.000; active curente = 2.000, din care stocuri 35%, creanțe 25%, lichidități 40%; capital propriu = 1.500, datorii pe termen lung = 2.000, datorii pe termen scurt = 1.500.

a) Calculați indicatorii de lichiditate și solvabilitate;

b) Comentați acești indicatori, dacă media indicatorilor pentru sectorul de activitate din care face parte compania are valorile: lichiditate curentă = 2,67, lichiditate intermediară = 1,67, lichiditate la vedere = 0,67, gradul de îndatorare pe termen lung = 33,33%, gradul de îndatorare pe termen scurt = 16,67%.

9.5. Estimați coeficientul de volatilitate pentru întreprinderea X, al cărei levier este de 2,8, dacă această întreprindere nu are acțiuni cotate la bursă, dar are aceleași caracteristici, cu excepția levierului, ca ale întreprinderii Y, al cărei levier este de 1,7, iar coeficientul de volatilitate este de 1,1.

Soluții

9.1. EBIT = CA – CV – CF de exploatare monetare – Amortizări și provizioane =
= 20.000 – 40% · 20.000 – 2.000 – 500 = 9.500
EBT = EBIT – Dobânzi
Dobânzi = 9.500 – 8.700 = 800
Impozit pe profit = 16% · 8.700 = 1.392
PN = 7.308

a) CA = 20.000 (1 + 20%) = 24.000
CV = 40% · 24.000 = 9.600
PN = (24.000 – 9.600 – 2.000 – 500 – 800)(1-16%) = 9.324

b) $e_{PN/CA}$ = ((9.324 – 7.308)/7.308)/20% = 1,3793
$e_{PN/EBT}$ = ((9.324 – 7.308)/7.308)/((11.100 – 8.700)/8.700) = 1
$e_{EBT/EBIT}$ = CELF =((11.100 – 8.700)/8.700)/((11.900 – 9.500)/9.500) = 1,0919
$e_{EBIT/CA}$ = CELE = ((11.900 – 9.500)/9.500)/20% = 1,2632

c) CA_{PRE} = CF de exploatare / (1 – v) = 2.500 / (1 – 40%) = 4.166,67
CA_{PRG} = (CF de exploatare + Dobânzi) / (1 – v) = (2.500 + 800) / (1 – 40%) = 5.500.

9.2. Pentru întreprinderea 1, ale cărei profituri sunt date pentru ultimii zece ani, calculăm media, dispersia și coeficientul de variație:

$$E(PN) = \frac{\sum_{t=1}^{10} PN_t}{10} = \frac{4.000 + 5.000 + 2.000 + ... + 1.500 + 2.000}{10} = 2.650$$

$$\sigma^2(PN) = \frac{\sum_{t=1}^{10}(4.000-2.650)^2+(5.000-2.650)^2+...+(2.000-2.650)^2}{10-1} = 13.225.000$$

$$\sigma(PN) = \sqrt{\sigma^2(PN)} = 3.637$$

$$CV(PN) = \frac{3.637}{2.650} = 1{,}3723.$$

Interval de încredere cu probabilitate de 95%: (E(PN) – 1,96σ(PN), E(PN) + 1,96σ(PN)) = (2.650 – 1,96 · 3.637; 2.650 + 1,96 · 3.637) = (-4.478; 9.778).
Interval de încredere cu probabilitate de 99%: (E(PN) – 2,58σ(PN), E(PN) + 2,58σ(PN)) = (2.650 – 2,58 · 3.637; 2.650 + 2,58 · 3.637) = (-6.717; 12.017).
Calcul medie, varianță, coeficient de variație și intervale de încredere pentru întreprinderea 1:

	1
2002	4.000
2003	5.000
2004	2.000
2005	3.000
2006	4.000
2007	10.000
2008	-2.000
2009	-3.000
2010	1.500
2011	2.000
medie	**2.650**
varianță = σ^2 = dispersie	13.225.000
σ = deviație standard = abatere medie pătratică	**3.637**
coeficient de variație	**1,3723**
95% interval de încredere	**z = 1,96**
limita superioară	**9.778**
limita inferioară	**-4.478**
99% interval de încredere	**z = 2,58**
limita superioară	**12.017**
limita inferioară	**-6.717**

9.3. Pentru întreprinderea 2, ale cărei profituri sunt estimate în cadrul a trei scenarii, indicatorii de medie, dispersie și coeficient de variație sunt:

$$E(PN) = \sum_{s=1}^{S} p_s PN_s = 30\% \cdot 2.000 + 40\% \cdot 2.500 + 30\% \cdot 3.000 = 2.500$$

$$\sigma^2(PN) = \sum_{s=1}^{S} p_s (PN_s - E(PN))^2 = 30\% \cdot (2.000-2.500)^2 + 40\% \cdot (2.500-2.500)^2 +$$

$$+ 30\% \cdot (3.000-2.500)^2 = 150.000$$

$$\sigma(PN) = \sqrt{\sigma^2(PN)} = 387$$

BCU CLUJ CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$$CV(PN) = \frac{387}{2.500} = 0,1549.$$

Interval de încredere cu probabilitate de 95%: (E(PN) – 1,96σ(PN), E(PN) + 1,96σ(PN)) = (2.500 – 1,96 · 387; 2.500 + 1,96 · 387) = (1.741; 3.259).
Interval de încredere cu probabilitate de 99%: (E(PN) – 2,58σ(PN), E(PN) + 2,58σ(PN)) = (2.500 – 2,58 · 387; 2.500 + 2,58 · 387) = (1.502; 3.498).
Calcul medie, varianță, coeficient de variație și intervale de încredere pentru întreprinderea 2:

	ps	2
scenariul nefavorabil	30%	2.000
scenariul normal	40%	2.500
scenariul favorabil	30%	3.000
medie		**2.500**
varianță = σ^2 = dispersie		150.000
σ = deviație standard = abatere medie pătratică		**387**
coeficient de variație		**0,1549**
95% interval de încredere		**z = 1,96**
limita superioară		**3.259**
limita inferioară		**1.741**
99% interval de încredere		**z = 2,58**
limita superioară		**3.498**
limita inferioară		**1.502**

9.4. Întreprinderea ale cărei informații se cunosc are următorul bilanț:

	firma
Imobilizări	3.000
Active curente	2.000
stocuri	700
creanțe	500
lichidități	800
total activ	**5.000**
Capital propriu	1.500
Datorii pe termen lung	2.000
Datorii curente	1.500
total pasiv	**5.000**

a) indicatorii de lichiditate și solvabilitate
lichiditatea curentă = active curente/datorii curente = 2.000/1.500 = 1,33
lichiditatea rapidă (intermediară, imediată) = (active curente-stocuri)/datorii curente = (2.000 – 700)/1.500 = 0,87
lichiditatea la vedere/cash = lichidități/datorii curente = 800/1.500 = 0,53
gradul de îndatorare pe termen lung = datorii pe termen lung/pasiv = 2.000/5.000 = 40%
gradul de îndatorare pe termen scurt = datorii pe termen scurt/pasiv = 1.500/5.000 = 30%
gradul de îndatorare totală = datorii totale/pasiv = 70%
levier = datorii financiare (pe termen lung)/capital propriu = 2.000/1.500 = 1,33
solvabilitate patrimonială = capital propriu/pasiv = 1.500/5.000 = 30%

BCU CLUJ CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

b) comparație cu sectorul de activitate

gradul de îndatorare totală = gradul de îndatorare pe termen lung + gradul de îndatorare pe termen scurt = 33,33% + 16,67% = 50%

capital propriu = 100% – gradul de îndatorare totală = 50%

levier = datorii pe termen lung/capital propriu = 33,33%/50% = 0,67

solvabilitate patrimonială = capital propriu/pasiv = 50%/100% = 50%.

În următorul tabel sunt trecute valorile indicatorilor de risc şi interpretată situația companiei analizate prin comparație cu valorile indicatorilor proprii față de valorile medii din sector:

	firma	sector	*interpretare*
lichiditatea curentă	1,33	2,67	*risc ridicat*
lichiditatea intermediară	0,87	1,67	*risc ridicat*
lichiditatea la vedere	0,53	0,67	*risc ridicat*
gradul de îndatorare pe termen lung	40,00%	33,33%	*risc ridicat*
gradul de îndatorare pe termen scurt	30,00%	16,67%	*risc ridicat*
gradul de îndatorare totală	70,00%	50,00%	*risc ridicat*
levier	1,33	0,67	*risc ridicat*
solvabilitate patrimonială	30,00%	50,00%	*risc ridicat*

Toți indicatorii semnalizează riscul ridicat la care se expune întreprinderea, atât din perspectiva lichidității, cât şi a solvabilității.

9.5. Întreprinderea Y: levier = 1,7, beta = 1,1

Pentru o întreprindere similară dar neîndatorată, beta se ajustează în funcție de risc:

$$\beta_U = \beta_L \Big/ \left(1+(1-\tau)\frac{DAT}{CPR}\right) = 1{,}1 \Big/ (1+(1-16\%)1{,}7) = 0{,}453048.$$

Ajustând cu riscul aferent unui levier de 2,8, se calculează coeficientul de volatilitate al întreprinderii X:

$$\beta_L = \beta_U\left(1+(1-\tau)\frac{DAT}{CPR}\right) = 0{,}453048(1+(1-16\%)2{,}8) = 1{,}518616.$$

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 10

Ratele de piaţă

Celui care nu iese din casă pentru a porni lupta împotriva răului ca să-l elimine, răul îi va ieşi în întâmpinare şi se va aşeza în faţa lui.

Adam Mickiewicz

BCU CLUJ UNIVERSITY LIBRARY

După parcurgerea acestui capitol, sperăm că veți accepta necesitatea luării în considerare a evaluării realizate de pieţele de capital.

În calitatea dumnevoastră de manager financiar, constataţi că nivelul cursului bursier al companiei pe care o conduceţi a scăzut semnificativ pe parcursul ultimei perioade. Pe de altă parte, indicatorii de performanţă caracteristici companiei, calculaţi pe baza situaţiilor financiare, au avut o evoluţie satisfăcătoare în acest timp, mulţi dintre aceştia chiar îmbunătăţindu-se. Sunt motive de îngrijorare? Dacă da, ce soluţii propuneţi?

Abilitate dobândită în urma citirii acestui capitol:

- Înţelegerea semnificaţiei principalilor indicatori de analiză financiară bursieră.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

10.1. Aspecte de bază

În capitolul 3 al lucrării noastre, am prezentat avantajele şi limitele analizelor pe baza datelor contabile, respectiv a celor furnizate de piaţă. Pe lângă indicatorii prezentaţi până acum, care se pot calcula atât în valori contabile, cât şi în valori de piaţă, există şi anumiţi indicatori utilizaţi cu predilecţie de analiştii din mediul bursier. Ceea ce este caracteristic acestui set de rate este preferinţa faţă de conceptul de „preţ" în detrimentul celui de „valoare contabilă".

În categoria acestor indicatori de analiză bursieră se numără, fără ca lista să fie exhaustivă: raportul dintre capitalizarea bursieră şi valoarea contabilă a companiei (în engleză, *market to book ratio*, *MBR*), raportul capitalizare bursieră / profit net (în engleză, *Price Earning Ratio*, *PER*), randamentul prin dividende, rata lui Tobin (Q) etc.[1] Ne vom referi la aceşti indicatori în ceea ce urmează.

Din această perspectivă, avertizăm cititorul cu privire la două concepte cu terminologie asemănătoare: *indicatori în valori de piaţă* şi, respectiv, *rate de piaţă*. După cum am arătat în capitolul 3, indicatorii pot fi calculaţi pe baza datelor contabile (indicatori în valori contabile) sau pe baza datelor furnizate de piaţă (indicatori în valori de piaţă). Ratele de piaţă reprezintă indicatori calculaţi pe baza informaţiilor bursiere, utilizaţi cu predilecţie în analiza bursieră, ceea ce le conferă un caracter aparent de rate în valori de piaţă, dar care ţin cont de multe ori şi de date în valori contabile. Deşi înrudite, cele două tipuri de indicatori nu se suprapun în totalitate. De exemplu, MBR se calculează ca un raport între un preţ şi o valoare contabilă.

Ratele de piaţă au două componente informaţionale în principiu necorelate. Pe de o parte, ele ţin cont de anumiţi indicatori cu conţinut economico-financiar, ce caracterizează întreprinderea analizată. De exemplu, indicatori precum valoarea contabilă a companiei (activul net corectat), profitul net, suma totală distribuită sub formă de dividende, valoarea de înlocuire a activelor etc. reprezintă indicatori cu semnificaţie economico-financiară, care caracterizează societatea comercială din anumite perspective şi asupra cărora managementul financiar poate acţiona. De exemplu, o activitate economică mai performantă va genera o creştere a profitului.

Pe de altă parte, în calculul ratelor de piaţă se ţine cont şi de o a doua componentă, determinată cu predilecţie de modul în care piaţa interpretează deciziile managementului companiei. Uneori, după cum arătam încă din capitolul 1, piaţa ţine cont de factorii economici, dar alteori ţine cont şi de alte aspecte, mult mai subiective. De exemplu, Robert J. Shiller (1989)[2] demonstrează pe baza datelor statistice că de multe ori evoluţia cursurilor bursiere a fost determinată de curente de „modă", respectiv de atractivitatea pe care segmentul de investire reprezentat de piaţa de capital o prezintă la un moment dat[3]. În aceste condiţii, mişcarea aleatorie a cursurilor bursiere ale acţiunilor cotate la Bursă ar fi efectul unor aspecte conjuncturale, determinate de considerente diferite de la om la om, de preferinţă subiectivă spre investire sau spre vânzarea titlurilor.

Ca urmare, în interpretarea acestor indicatori, merită să se ţină cont de nivelul de eficienţă (şi în special de nivelul de eficienţă informaţională) asociat pieţei (vezi capitolul 1). Pe o piaţă eficientă, preţurile activelor ar trebui să reflecte valorile intrinseci ale acestora. Totuşi, studiile

---

[1] Dragotă, Victor (coordonator), *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, Editura Economică, Bucureşti, 2009, p. 186 şi urm.

[2] Shiller, Robert J., *Market Volatility*, Fifth printing, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 1997.

[3] Este interesantă de menţionat observaţia lui că momentele de avânt ale pieţei de capital din Statele Unite ale Americii au fost precedate de campanii publicitare în favoarea Bursei de Valori. Cu alte cuvinte, cererea pentru un produs – activul financiar – creşte, ceea ce face ca şi preţul acestuia să crească, chiar dacă acest „produs" nu are pentru majoritatea persoanelor o utilitate prin el însuşi.

efectuate pe cazul pieței de capital din România au ridicat de cele mai multe ori semne de întrebare cu privire la eficiența pieței. Totodată, însă, în timp, s-a constatat o îmbunătățire a nivelului de eficiență a pieței, deci o creștere a nivelului de relevanță a cursurilor bursiere ale titlurilor listate la Bursa de Valori din București[4].

10.2. Indicatori de analiză bursieră

Market-to-Book ratio

Cât timp se recunoaște diferența deseori semnificativă dintre prețul acțiunilor și valoarea contabilă a acestora, se poate calcula raportul **preț / valoare contabilă** (în engleză, *price/book value, P/BV)*. La nivelul întregii companii, indicatorul cu putere informațională similară este raportul dintre capitalizarea bursieră și valoarea contabilă a companiei (activul net corectat) (în engleză, *market to book ratio, MBR*).

Pe o piață financiară eficientă, prețul activelor (de exemplu cursul bursier pentru acțiunile listate) va fi egal cu valoarea de piață a titlurilor, respectiv cu suma estimată, pentru care titlul respectiv ar fi vândut / cumpărat, la data evaluării, între un vânzător hotărât și un cumpărător hotărât, într-o tranzacție echilibrată, după un marketing adecvat, în care fiecare parte a acționat în cunoștință de cauză, prudent și fără constrângeri[5]. Pentru o societate comercială care funcționează corespunzător, valoarea de piață a acesteia ar trebui să reflecte, pe lângă valoarea contabilă a activelor (chiar și în cazul în care valorile contabile reflectă valorile de piață!), și anumite efecte de sinergie. Astfel, pentru o societate comercială ce funcționează corespunzător, valoarea componentelor agregate trebuie să fie mai mare decât suma componentelor evaluate în mod individual[6]. În plus, există anumiți factori de producție care nu apar în bilanț – de exemplu, în niciun bilanț nu apare valoarea angajaților, care poate schimba raportul dintre performanțele unor întreprinderi comparabile în ceea ce privește activele bilanțiere. Totodată, piața eficientă va putea evalua în mod satisfăcător performanțele viitoare ale companiei. Ca urmare a tuturor acestor aspecte, pentru o societate comercială care funcționează corespunzător, indicatorul va fi în general supraunitar. Totodată, cu cât nivelul indicatorului este mai ridicat, nivelul de performanță al companiei este mai apreciat de piață. Considerațiile vor fi similare și se pot adapta ușor în cazul în care indicatorul este subunitar.

În anumite circumstanțe, un nivel diferit de 1 al indicatorului este o relevare a diferenței dintre preț și valoare contabilă, dată de motive precum asimetria de informații existentă între diferiți agenți ce acționează pe piață, iraționalitatea investitorilor sau a piețelor în ansamblu, fenomene de panică sau, dimpotrivă, de exuberanță a pieței. Ca atare, analiza trebuie realizată cu

---

[4] Fără ca această listă să fie exhaustivă, se pot aminti mai multe studii care analizează, în timp, eficiența pieței de capital din România: Dragotă, Victor; Mitrică, Eugen, "Emergent capital markets' efficiency: The case of Romania", *European Journal of Operational Research*, 155, 2004, pp. 353-360; Todea, Alexandru, *Eficiența informațională a piețelor de capital. Studii empirice pe piața românească*, Editura Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, 2005; Pele, Daniel Traian; Voineagu, Virgil, "Testing Market Efficiency Via Decomposition Of Stock Return. Application To Romanian Capital Market", *Journal for Economic Forecasting*, Vol. 5(3), September 2008, pp. 63-79; Dragotă, Victor; Stoian, Andreea; Pele, Daniel Traian; Mitrică, Eugen; Bensafta, Malik, "The Development of the Romanian Capital Market: Evidences on Information Efficiency", *Journal of Economic Forecasting*, Vol. 10(2), 2009, pp. 147-160; Dragotă, Victor; Șerbănescu, Vlad, „Câteva indicii privind comportamentul investitorilor de pe piața de capital din România. Rezultatele unei anchete", *Theoretical and Applied Economics*, No. 1/2010, pp. 5-16, http://www.ectap.ro/articole/433.pdf

[5] Această definiție este o prelucrare după definiția IVS 1, din Standardele Internaționale de Evaluare. Vezi și Stan, Sorin (coordonator), *Evaluarea întreprinderii*, Editura IROVAL, București, 2003, pp. 15-16.

[6] Este ușor de realizat similitudinea cu o echipă. În cazul în care echipa nu are (și nici nu poate avea) o valoare mai mare decât suma valorilor membrilor ei, cea mai bună soluție ar părea desființarea acesteia, pentru a lăsa componenții să se afirme la un nivel mai performant, în mod individual.

circumspecție, în funcție de nivelul de eficiență informațională care caracterizează piața respectivă. În aceste condiții, un nivel prea ridicat al indicatorului poate exprima o supraevaluare a acțiunilor din partea pieței, ceea ce poate ridica semne de întrebare cu privire la cumpărarea acțiunilor respective. Analog, un nivel redus al indicatorului poate inspira investitorul la cumpărarea acțiunilor respective, profitând de subevaluarea acestora.

Price Earnings Ratio

Price Earnings Ratio (PER), calculat prin raportarea prețului curent al acțiunii (P) la profitul net pe acțiune (PNA) reprezintă unul dintre cei mai utilizați indicatori în analiza bursieră:

$$PER = \frac{P}{PNA}.$$

La nivelul companiei, se poate calcula un indicator cu același rezultat, prin raportarea capitalizării bursiere (CB) la profitul net total al companiei (PN):

$$PER = \frac{CB}{PN}.$$

Și în cazul acestui indicator, problemele legate de relevanța prețului, în funcție de nivelul de eficiență a pieței, trebuie luate în considerare. Ca urmare, PER poate fi interpretat în două maniere[7]:

- Pe de o parte, PER poate fi analizat ca un termen de recuperare a investiției în acțiuni pe seama profiturilor nete pe acțiune încasate. Pentru ca această interpretare să fie adecvată, se presupune implicit că profitul pe acțiune din exercițiul financiar precedent reprezintă cea mai bună aproximare a profitului net pe acțiune care se va înregistra în viitor. Totodată, se presupune implicit că întregul profit net va fi direcționat către remunerarea investitorilor – fie prin distribuirea de dividende, fie prin investirea în întreprindere a resurselor financiare respective, cu scopul creșterii averii acționarilor în viitor. Cu alte cuvinte, PER este relevant mai ales din perspectiva investitorilor cu putere de control[8].
- Pe de altă parte, în condițiile în care piața este eficientă, atâta timp cât profitul net pe acțiune reprezintă un indicator caracteristic trecutului companiei, iar prețul pe acțiune – un estimator al performanțelor viitoare ale acesteia, indicatorul poate fi interpretat ca un raport între viitorul și trecutul companiei emitente a acțiunilor evaluate. În aceste condiții, cu cât indicatorul înregistrează un nivel mai ridicat, cu atât piața consideră întreprinderea respectivă mai atractivă.

Fiecare dintre cele două interpretări trebuie analizată cu circumspecție. Astfel[9]:

- În ceea ce privește considerarea PER ca fiind un termen de recuperare, mai ales într-un mediu economic caracterizat printr-un nivel ridicat al volatilității indicatorilor economico-financiari, precum este cel din România sau din alte țări emergente est-europene, o astfel de interpretare este periculoasă cât timp nu există o motivație serioasă pentru a considera profitul net înregistrat în ultimul exercițiu ca având o stabilitate satisfăcătoare (poate că o privire asupra profiturilor nete înregistrate de întreprinderile listate la Bursa de Valori din București este cea mai simplă și evidentă dovadă a acestei turbulențe a mediului economic – vezi, de exemplu, figura 10.1). În plus, o analiză a structurii acționariatului companiilor listate pe piața de capital din

[7] Dragotă, Victor, „Ce cuantifică PER pe piața românească de capital?", *Tribuna economică*, nr. 15/2005, pp. 22-24.

[8] Pentru o dezvoltare a aspectelor legate de perspectiva minoritară versus cea majoritară, vezi, de exemplu, Dragotă, Mihaela (coordonator), *Piețe financiare. Structură, instituții, instrumente, reglementări*, Editura ASE, București, 2009, pp. 89-114.

[9] Vezi și Dragotă, Victor, „Ce cuantifică PER pe piața românească de capital?", *Tribuna economică*, nr. 15/2005, pp. 22-24.

România ne va releva prezența a numeroase societăți în care acționarii minoritari nu pot influența în niciun mod politica de dividend a acestora, pentru care recuperarea fondurilor investite s-ar putea realiza de cele mai multe ori numai pe seama dividendelor[10].

- În ceea ce privește PER ca o măsură a atracției pe care o prezintă acțiunile pentru investitori, logica acestei interpretări are la bază ipoteza că piața acțiunilor este eficientă. În fapt, cursul bursier ar trebui să fie egal cu suma câștigurilor viitoare actualizate pe care le va genera deținerea acțiunii respective, fie sub forma dividendelor, fie sub aceea a cursurilor bursiere la care se va vinde acțiunea, la finele perioadei de posesie (care la rândul lor se pot considera ca fiind egale cu suma câștigurilor viitoare pe care acțiunea le va genera). Practic, investitorii raționali de pe piață cumpără acele titluri pentru care se anticipează perspective de creștere în viitor. Un PER ridicat se poate interpreta așadar ca o recunoaștere din partea pieței a acestor perspective atractive, un nivel al câștigurilor viitoare mai ridicat în raport cu valoarea de piață a acțiunii în prezent. Cu toate că piața evaluează într-un anumit mod titlurile financiare, nu este obligatoriu să realizeze acest demers și într-o manieră corectă. Din păcate, în general, studiile privind eficiența pieței financiare din România nu oferă un răspuns afirmativ, ceea ce ridică semne de întrebare și în utilizarea neargumentată a acestei interpretări. Astfel, diferite studii[11] evidențiază că există numeroși factori care fac ca prețul de pe piață al acțiunilor să nu coincidă întotdeauna cu o valoare de piață definită conform standardelor de evaluare (sau cu un „preț corect"). Printre aceștia, se numără de multe ori lichiditatea insuficientă a acțiunilor, diferitele modalități de evaluare a acestora (anticipările neomogene), absența unei rate fără risc (risc definit ca absență a variabilității). În aceste condiții, deși piața este dispusă să plătească o sumă multiplicată de multe ori a profitului net înregistrat în ultimul exercițiu financiar, nimic nu ne poate determina să fim convinși că ea realizează o evaluare corectă[12].

[10] Problematica politicii de dividend a fost neglijată mulți ani în România, chiar și după maturizarea pieței financiare. Pentru o prezentare pe larg a acestor aspecte, vezi Dragotă, Victor, *Politica de dividend*, Editura All Beck, București, 2003. Interesant este că și un studiu mai recent evidențiază în continuare problemele de agent ca fiind factorul determinant al politicii de dividend practicate de companiile din România – vezi Dragotă, Mihaela; Dragotă, Victor; Țâțu, Lucian; Țâțu, Delia, „Income Taxation Regulation And Companies' Behaviour: Is The Romanian Companies' Dividend Policy Influenced By The Changes In Income Taxation?", *Journal of Economic Forecasting*, Vol. 10(1), 2009, pp. 76-93. Pentru o dezvoltare a aspectelor legate de politica de dividend, vom reveni în volumul al doilea al acestei lucrări.

[11] Vezi, printre altele, Dragotă, Victor; Mitrică, Eugen, "Emergent capital market's efficiency: The case of Romania", *European Journal of Operational Research*, 155, 2004, pp. 353-360; Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Stoian, Andreea, "Some Considerations about Stock Prices and Fair Market Value on Romanian Capital Market", în *România – exigențe în procesul dezvoltării, din perspectiva integrării în anul 2007. Conferință științifică internațională (2004; Sibiu)*, Editura Universității „Lucian Blaga", Sibiu, 2004, pp. 224-231; Dragotă, Victor; Șerbănescu, Vlad, „Câteva indicii privind comportamentul investitorilor de pe piața de capital din România. Rezultatele unei anchete", *Theoretical and Applied Economics*, No. 1/2010, pp. 5-16, http://www.ectap.ro/articole/433.pdf

[12] Dragotă, Victor (coordonator), *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, Editura Economică, București, 2009, pp. 192-193.

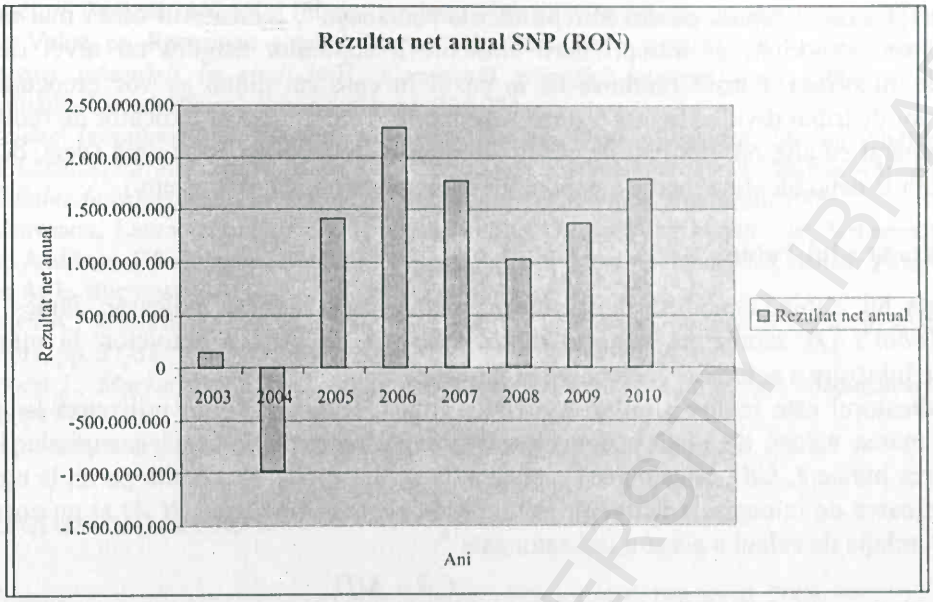


Figura 10.1. **Rezultatul net anual înregistrat de Compania Petrom în perioada 2003-2010. Petrom reprezintă una dintre cele mai mari şi totodată stabile companii din România. Date furnizate de Bursa de Valori din Bucureşti** (www.bvb.ro)

În concluzie, interpretarea PER trebuie realizată cu precauţie. În cazul în care profitul net pe acţiune din ultimul exerciţiu financiar constituie un bun reper pentru evoluţiile viitoare ale acestuia, PER poate fi interpretat drept un termen de recuperare. În cazul în care cursul bursier constituie o reflectare a valorii de piaţă, PER ne va evidenţia perspectivele de creştere ale întreprinderii[13].

Ca observaţie, există posibilitatea calculului PER prin luarea în considerare la numitor fie a profitului net din exerciţiul financiar încheiat, fie a celui prognozat pentru perioada viitoare, modalităţile de calcul diferite putând modifica substanţial rezultatele analizei. În acest caz, indicatorul poate fi interpretat exclusiv în accepţiunea sa de „termen de recuperare".

Totodată, merită subliniat faptul că, deşi se poate calcula din punct de vedere algebric, PER nu are nicio semnificaţie economică în cazul în care este negativ (respectiv în cazul în care profitul net utilizat la numitor este negativ), cu motivaţia dată de semnificaţia descrisă mai sus. De asemenea, evident, în cazul în care rezultatul net este nul, indicatorul nu are o semnificaţie economică logică (matematic, ar fi egal cu infinit).

Randamentul prin dividende

Randamentul prin dividende (engl., *Dividend Yield*, *DY*) se calculează ca raport între dividendul net pe acţiune (Div) şi preţul curent al acţiunii (P):

$$DY = \frac{Div}{P}.$$

Indicatorul, relevant şi dintr-o perspectivă minoritară, poate oferi o imagine asupra rentabilităţii potenţiale a investiţiei în acţiuni, în ipoteza că întreprinderea practică o politică a dividendului pe acţiune stabilă în timp. Atâta timp cât o astfel de politică reprezintă în general mai

[13] Vezi şi Dragotă, Victor, „Ce cuantifică PER pe piaţa românească de capital?", *Tribuna economică*, nr. 15/2005, pp. 22-24.

curând excepția decât regula pentru întreprinderile românești[14], indicatorul oferă mai mult indicii dacă acționarii majoritari ai întreprinderii emitente a acțiunilor asigură un nivel de protecție acționarilor minoritari, considerându-se că în cazul în care cei dintâi se vor preocupa de acest aspect, se vor distribui dividende într-o sumă rezonabilă. Teoretic, acest indicator de rentabilitate ar merita comparat cu alte oportunități de câștig alternative de pe piața financiară (vezi, de exemplu, rata dobânzii la depozite, rata medie a cuponului de pe piața obligațiunilor etc.).

Rata Q a lui Tobin

Rata lui Tobin, denumită după autorul care a propus acest indicator, James Tobin (în engleză, *Tobin's Q*), reprezintă raportul dintre valoarea de piață a activelor, la numărător, și valoarea de înlocuire a activelor companiei, la numitor.

Indicatorul este relativ similar cu MBR. Totuși, Rata lui Tobin utilizează la numărător, pentru estimarea valorii de piață a activelor, pe lângă valoarea de piață a capitalurilor proprii (capitalizarea bursieră, *CB*), și valoarea de piață a datoriilor (*MD*). Pe de altă parte, la numitor este utilizată valoarea de înlocuire a activelor (în engleză, *replacement cost*, *RCA*) și nu costul istoric. Ca urmare, relația de calcul a acestui indicator este[15]:

$$Tobin's\ Q = \frac{CB + MD}{RCA}.$$

Cât timp piața este eficientă, companiile caracterizate printr-un nivel al indicatorului mai ridicat sunt considerate mai atractive din perspectiva acestuia. În cazul în care piața nu evaluează corect titlurile, deci este ineficientă, există posibilitatea obținerii de câștiguri din operații speculative. Astfel, un nivel supraunitar al indicatorului exprimă o supraevaluare a titlurilor acesteia (potențial semnal de vânzare[16]), în timp ce un nivel subunitar – o subevaluare (semnal de cumpărare).

Referințe bibliografice

Dragotă, Mihaela; Dragotă, Victor; Țâțu, Lucian; Țâțu, Delia, "Income Taxation Regulation And Companies' Behaviour: Is The Romanian Companies' Dividend Policy Influenced By The Changes In Income Taxation?", *Journal of Economic Forecasting*, Vol. 10(1), 2009, pp. 76-93

Dragotă, Mihaela (coordonator); Dragotă, Victor; Hândoreanu, Cătălina; Stoian, Andreea; Șerbănescu, Cosmin Iuliu; Brașoveanu Obreja, Laura, *Piețe financiare. Structură, instituții, instrumente, reglementări*, Editura ASE, București, 2009

Dragotă, Victor, „Ce cuantifică PER pe piața românească de capital?", *Tribuna economică*, nr. 15/2005, pp. 22-24

Dragotă, Victor, *Evaluarea acțiunilor societăților comerciale*, Coediție Editura Economică și Editura IROVAL, București, 2006

Dragotă, Victor, *Politica de dividend*, Editura All Beck, București, 2003

Dragotă, Victor; Mitrică, Eugen, "Emergent capital market's efficiency: The case of Romania", *European Journal of Operational Research*, 155, 2004, pp. 353-360

[14] Dragotă, Victor, *Politica de dividend*, Editura All Beck, București, 2003. Totuși, ultimii ani au început să dea speranțe investitorilor și în ceea ce privește remunerarea prin dividende, pentru anumite societăți comerciale.

[15] Ross, Stephen A.; Westefield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, 5th Edition, Irwin/McGraw-Hill, 1999, pp. 37-38.

[16] Faptul că un titlu este supraevaluat la un anumit moment nu este suficient încât să creeze posibilitatea obținerii de câștiguri sistematice anormale. Prețul actual de pe piață trebuie comparat și cu prețul de cumpărare a activului, numai în cazul în care cel dintâi este mai mare, operația aducând câștig investitorului.

Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Stoian, Andreea, "Some Considerations about Stock Prices and Fair Market Value on Romanian Capital Market", în *România – exigenţe în procesul dezvoltării, din perspectiva integrării în anul 2007. Conferinţă ştiinţifică internaţională (2004; Sibiu)*, Editura Universităţii „Lucian Blaga", Sibiu, 2004, pp. 224-231

Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Dămian, Oana-Alexandra; Stoian, Andreea; Mitrică, Eugen; Lăcătuş, Carmen Maria; Manaţe, Daniel; Ţâţu, Lucian; Hândoreanu, Cătălina Adriana, *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, ediţia a doua, Editura Economică, Bucureşti, 2009

Obreja Braşoveanu, Laura (coordonator); Dragotă, Victor; Dragotă, Ingrid-Mihaela; Semenescu, Andreea; Stoian, Andreea; Hândoreanu, Cătălina; Mitroi, Adrian; Morar Triandafil, Cristina, *Piaţa de capital*, Editura ASE, Bucureşti, 2011

Ross, Stephen A.; Westefield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, 5th Edition, Irwin/McGraw-Hill, 1999, pp. 37-38

Shiller, Robert J., *Market Volatility*, Fifth printing, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 1997

Stan, Sorin (coordonator), *Evaluarea întreprinderii*, Editura IROVAL, Bucureşti, 2003

Lecturi ulterioare

Ciobanu, Anamaria, *Analiza performanţei întreprinderii*, Editura ASE, Bucureşti, 2006

Dragotă, Victor, *Evaluarea acţiunilor societăţilor comerciale*, Coediţie Editura Economică şi Editura IROVAL, Bucureşti, 2006

În legătură cu eficienţa pieţei de capital din România, vezi:

Dragotă, Victor; Mitrică, Eugen, "Emergent capital markets' efficiency: The case of Romania", *European Journal of Operational Research*, 155, 2004, pp. 353-360

Dragotă, Victor; Şerbănescu, Vlad, „Câteva indicii privind comportamentul investitorilor de pe piaţa de capital din România. Rezultatele unei anchete", *Theoretical and Applied Economics*, No. 1/2010, pp. 5-16, http://www.ectap.ro/articole/433.pdf

Dragotă, Victor; Stoian, Andreea; Pele, Daniel Traian; Mitrică, Eugen; Bensafta, Malik, "The Development of the Romanian Capital Market: Evidences on Information Efficiency", *Journal of Economic Forecasting*, Vol. 10(2), 2009, pp. 147-160

Pele, Daniel Traian; Voineagu, Virgil, „Testing Market Efficiency Via Decomposition Of Stock Return. Application To Romanian Capital Market", *Journal for Economic Forecasting*, Vol. 5(3), September 2008, pp. 63-79

Todea, Alexandru, *Eficienţa informaţională a pieţelor de capital. Studii empirice pe piaţa românească*, Editura Casa Cărţii de Ştiinţă, Cluj-Napoca, 2005

Verificaţi-vă cunoştinţele!

- Ce semnificaţie economică are indicatorul Market-to-Book ratio?
- Ce semnificaţie economică are indicatorul Price Earnings Ratio?
- Ce semnificaţie economică are Rata lui Tobin, Q?
- Ce impact are informaţia că o anumită piaţă financiară este eficientă din punct de vedere informaţional, comparativ cu cazul în care aceasta este ineficientă din perspectiva interpretării PER?

BCU "LUCIAN BLAGA" UNIVERSITY LIBRARY

Probleme şi studii de caz

10.1. Profitul pe acțiune pentru firma ALMA este de 100 de lei, iar dividendul pe acțiune, 40 de lei. Calculați PER în condițiile în care cursul bursier este de 1.000 de lei.

10.2. Două societăți comerciale listate prezintă niveluri ale PER egale cu 12 şi 18. Pe care o considerați preferabilă pentru investirea propriilor resurse financiare? Explicați opțiunea dumneavoastră!

10.3. O societate comercială listată a prezentat un nivel PER egal cu 12 la un moment inițial şi, respectiv, 18, la un moment ulterior. Cum interpretați nivelurile acestor indicatori din perspectiva unei analize financiare interne?

Soluţii

10.1. 10. Informația privind dividendul pe acțiune nu este utilă pentru rezolvarea problemei.

10.2. În cazul în care piața de capital este eficientă, PER relevă atractivitatea societății comerciale din perspectiva investitorilor de pe piața de capital respectivă. Cum pe o piață eficientă activele financiare sunt evaluate corect, ambele oportunități de investire sunt la fel de atractive (un cost mai mare aduce un câştig actualizat mai mare, un cost mai mic aduce un câştig actualizat mai mic). Dacă piața este ineficientă, prețul nu reflectă valoarea intrinsecă a titlurilor. Ca atare, ar merita cumpărate acțiunile cu PER mai mic (12).

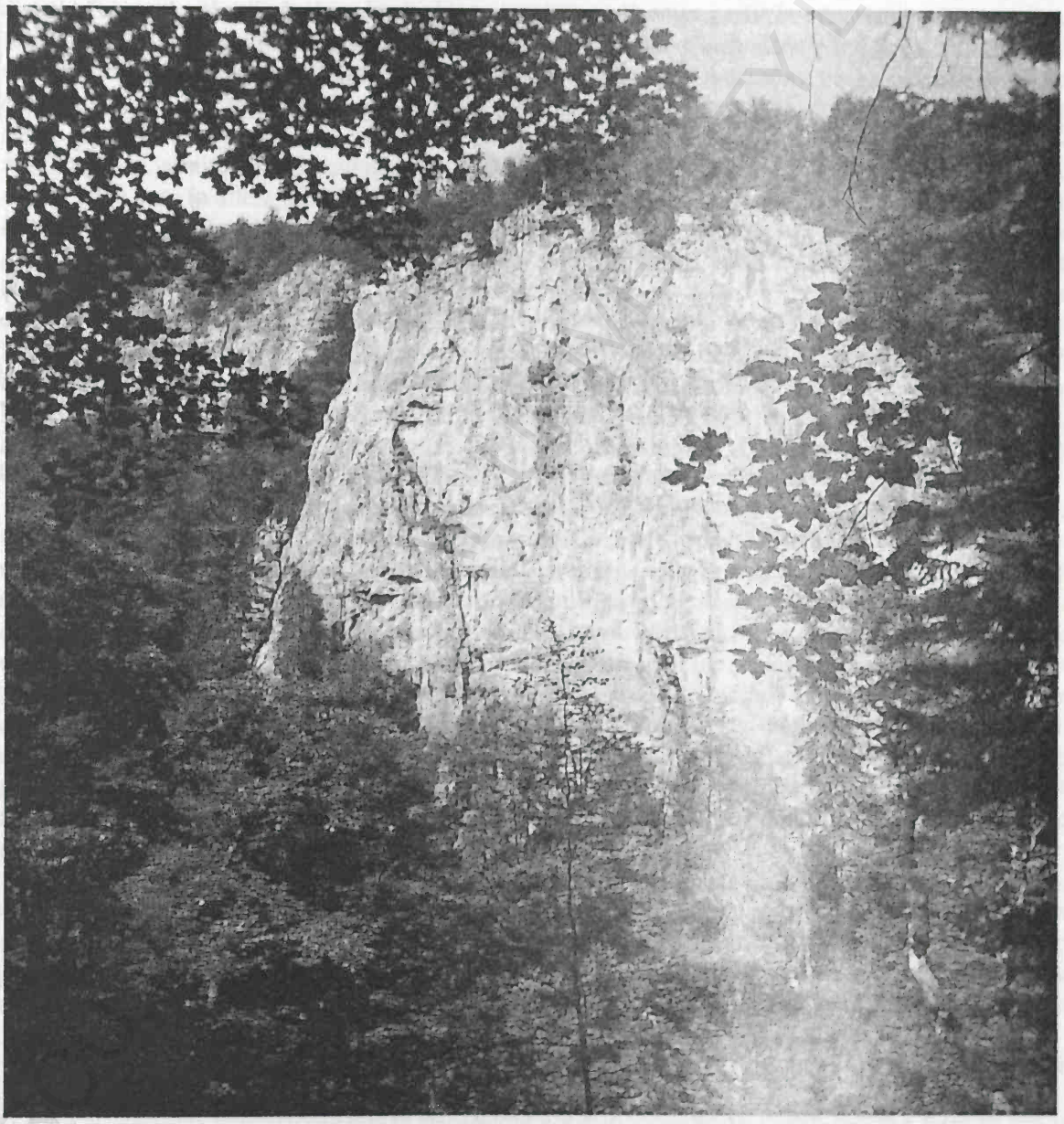
10.3. În cazul în care piața este eficientă, creşterea PER semnifică o îmbunătățire a perspectivelor companiei în percepția pieței, ceea ce este un atu pentru managerul financiar al companiei. Chiar dacă piața este ineficientă, creşterea PER nu ar trebui să îi îngrijoreze pe deținătorii actuali ai acțiunilor (evaluate la un preț mai ridicat în raport cu profitul pe acțiune înregistrat în exercițiul financiar anterior).

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 11

Diagnosticul global al întreprinderii. Sinteza diagnosticelor*

Gândește-te la legătura dintre toate lucrurile din lume, întrucât toate sunt împletite între ele, într-un anumit mod.
Marcus Aurelius



* Autorii acestui capitol mulțumesc doamnei conf. univ. dr. Andreea Semenescu, pentru sugestiile legate de conținutul acestuia. Eventualele erori aparțin autorilor.

Ne propunem ca după citirea acestui capitol să posedați abilitățile de bază pentru înțelegerea aspectelor esențiale în diagnosticarea întreprinderii din perspective diferite de cea financiară, dar cu impact asupra acesteia.

Ați analizat informațiile furnizate de analiza financiară. Întreprinderea pe care o conduceți prezintă o durată de rotație a stocurilor de materii prime de 56 de zile. Rata lichidității curente este de 2,7. În plus, durata de rotație a produselor în curs de fabricație este de 245 de zile. Considerați că nivelurile acestor indicatori sunt satisfăcătoare din perspectiva managementului financiar al companiei?

Abilităţi dobândite în urma citirii acestui capitol:

- Înțelegerea conexiunii dintre aspectele de natură financiară şi cele de natură economică, socială, juridică, tehnică sau legate de mediul natural;
- Identificarea principalelor aspecte ce se pot constitui drept puncte forte, puncte slabe, riscuri şi/sau oportunități în diagnosticele juridic, comercial, tehnic, de mediu şi al resurselor umane;
- Identificarea elementelor ce se constituie drept baze pentru fundamentarea unei valori a afacerii (pentru evaluarea întreprinderii).

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

11.1. Aspecte de bază

Provocarea acestui capitol ar trebui să ne inspire la circumspecție. După cum am insistat pe parcursul acestei lucrări, de cele mai multe ori, nu putem aprecia calitatea indicatorilor de performanță financiară în absența cunoașterii domeniului de activitate al companiei, precum și a particularităților acesteia. Managerul financiar se confruntă de cele mai multe ori cu probleme fără un caracter financiar.

Anumiți indicatori pot fi apreciați în contextul cunoașterii strategiei generale a companiei, dar pot fi catalogați ca îndoielnici sau chiar necorespunzători, în cazul în care strategia generală ar fi fost diferită, ceea ce poate genera concluzii diferite ale rapoartelor de analiză. Există domenii de activitate cu cicluri lungi de fabricație sau chiar de vânzare sau încasare a creanțelor, dar și altele, cu cicluri foarte scurte. În unele sectoare, progresul tehnic are un impact determinant, după cum în altele evoluția este mai lentă, iar stabilitatea de mai mare durată. Unele domenii sunt puternic reglementate, iar altele nu. În unele sectoare producția este determinată în mod hotărâtor de factorul uman, după cum în altele acesta poate fi substituit în mare parte de echipamente performante. Toate acestea – lista nefiind în niciun caz exhaustivă – determină necesitatea efectuării unui diagnostic global al întreprinderii sau măcar cunoașterea unor aspecte de fond legate de acesta. Din start, trebuie insistat asupra faptului că nu întotdeauna un manager financiar are abilitatea de a efectua acest diagnostic, recomandabil fiind să apeleze la anumiți experți pe domeniul respectiv, cel puțin în calitate de consilieri (și chiar și calitatea consilierilor ar merita diagnosticată!). În final, aceste diagnostice parțiale completează diagnosticul financiar în elaborarea unui diagnostic global al societății comerciale, care va evidenția principalele puncte forte, puncte slabe, riscuri și oportunități ale acesteia (analiza SWOT – în engleză *Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats*). Acest diagnostic se poate constitui ca o premisă solidă pentru evaluarea întreprinderii (vezi capitolul 1)[1].

Deși nu există un punct de vedere unanim acceptat, se recomandă ca în general să fie elaborate cel puțin următoarele diagnostice ale activității întreprinderii: juridic, comercial, tehnic, al resurselor umane, al managementului, de mediu și cel financiar. În funcție de specificul companiei, uneori este necesară și adăugarea altor componente ale diagnosticului sau aprofundarea unora dintre componentele principale. Având în vedere scopul acestei lucrări, nu vom reveni asupra diagnosticului financiar, ideile de bază ale acestuia fiind deja prezentate pe parcursul capitolelor anterioare[2]. De asemenea, menționăm faptul că, pe parcursul lucrării noastre, am amintit deja anumite aspecte legate de aceste diagnostice, dar într-o manieră mai puțin structurată ca în cazul acestui capitol. Pe de altă parte, rezultatele scontate de la un management financiar performant nu pot fi obținute fără aportul întregii companii. Fără o bază sănătoasă în economia reală, managementul financiar nu poate face decât foarte rar minuni (și de cele mai multe ori, aceste minuni generează oricum efecte favorabile cu caracter efemer).

Diagnosticul trebuie adaptat la contextul societății comerciale respective. Totodată, activitatea acesteia trebuie integrată în contextul economic în care ea acționează[3]; indiferent de dimensiunea companiei, merită evidențiată poziția ocupată la acest moment, precum și perspectivele ei de dezvoltare. Strategia companiei merită specificată, cu menționarea obiectivelor operaționale. Cu cât dimensiunile companiei sunt mai semnificative, cu atât situația sa financiară și

[1] Pentru o prezentare *in extenso* a problematicii, vezi Stan, Sorin; Anghel, Ion (coordonatori), *Evaluarea întreprinderii*, ediția a treia, Coediție Editura IROVAL și Editura INVEL MULTIMEDIA, București, 2007.

[2] Ca flux al prezentării, pentru cititorii care au preferat pentru început lectura acestui capitol, capitolele legate de analiza financiară vor apărea ca ulterioare. Vezi și în continuare.

[3] Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2002, p. 44 și urm.

perspectivele de dezvoltare vor fi mai legate de perspectivele economiei în care acționează. De exemplu, o societate comercială de mici dimensiuni, care deservește o mică zonă dintr-un cartier de locuințe trebuie analizată în context local, în timp ce pentru o societate multinațională, analiza în context internațional este obligatorie.

În cele ce urmează, se vor prezenta câteva aspecte de bază în ceea ce privește diagnosticele parțiale ale întreprinderii, capitolul finalizându-se cu sinteza diagnosticelor.

11.2. Diagnosticul juridic

Managerul financiar se poate confrunta adeseori cu anumite aspecte care au un caracter preponderent juridic. Un exemplu îl poate oferi problema recuperării creanțelor aferente clienților litigioși.

Totodată, pe lângă legătura evidentă cu sistemul legislativ național (atât România, cât și Republica Moldova sunt țări cu sisteme de drept civil[4]), orice companie este influențată de sistemele legislative din țările de proveniență a stakeholderilor care îi influențează afacerea. De exemplu, astfel de influențe pot privi statele din care provin furnizorii și clienții, dar, în contextul unor afaceri cu cicluri mai complexe de producție și/sau vânzare, și a celor din care provin furnizorii furnizorilor și clienții clienților (beneficiarii finali ai produselor și serviciilor oferite de companie).

Pe cazul Românici și Moldovei, diagnosticul juridic poate fi structurat în șapte domenii de drept diferite, respectiv cele[5]: comercial, civil, fiscal, al muncii, al mediului, al comerțului exterior și al societății comerciale. Lista aspectelor ce pot fi studiate în contextul diagnosticului juridic și care se pot constitui ca puncte forte sau slabe, după caz, poate include aspecte diverse, precum:

(1) legalitatea constituirii societății comerciale. Practic, în cazul în care există semne de întrebare cu privire la acest aspect, se poate considera că acestea se pot extinde asupra întregii analize financiare efectuate la nivelul companiei: cum poate fi diagnosticată o companie care funcționează ilegal, dacă aceasta s-a constituit ilegal?;

(2) prevederile din contractul și statutul societății comerciale, precum și concordanța lor cu obiectivele acesteia (atenție la conexiunea cu obiectivele managementului financiar!);

(3) modul de organizare a societății comerciale (societate pe acțiuni, societate cu răspundere limitată etc.), caracteristicile titlurilor emise (de exemplu, acțiuni nominative sau la purtător?) etc. De exemplu, din punctul de vedere al posibilității de urmărire a debitorilor, societățile în nume colectiv, în comandită simplă și în comandită pe acțiuni par a fi cele mai sigure pentru creditori, cât timp debitele sunt garantate cu însuși patrimoniul debitorului (ce include și capitalul propriu al entității), în timp ce în cazul celor pe acțiuni sau cu răspundere limitată – numai cu patrimoniul (capitalul propriu al) societății comerciale[6]. Pe de altă parte, patrimoniul agregat al societăților din prima categorie și al proprietarilor acestora este de cele mai multe ori de dimensiuni reduse, comparativ cu cel aparținând întreprinderilor din cea de-a doua categorie. În fiecare caz în parte, analiza trebuie să aibă în vedere dimensiunea situației nete a societății comerciale, cu mențiunea că, în cazul societăților în nume colectiv, în comandită simplă și în comandită pe acțiuni, un

[4] România și Moldova sunt țări în care se aplică dreptul civil de origine franceză. Pe glob, există mai multe sisteme de drept, cu caracteristici diferite: dreptul cutumiar (în engleză, *common law*); dreptul civil (în engleză, *civil law*), cu mai multe ramuri (drept civil francez, german, scandinavic, olandez – în engleză, *roman-dutch legal system*); drept islamic etc.

[5] Stan, Sorin V. (coordonator), *Evaluarea întreprinderii*, ediția a doua, Editura IROVAL și Editura INVEL MULTIMEDIA, București, 2006, pp. 110-113.

[6] Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2002, p. 54.

indicator cu un grad de relevanță mai mare pentru creditori poate fi o situație netă corectată, calculată astfel:

$$SN_{corectată} = SN_{întreprindere} + SN_{proprietari} \quad (11.1)$$

Dimpotrivă, din punctul de vedere al acționarilor, pare mai atractivă situația unor societăți pe acțiuni sau cu răspundere limitată, tocmai pentru că recuperarea creditelor acordate acestora nu se poate extinde și asupra patrimoniului personal al deținătorilor de acțiuni și părți sociale. Totodată, din punctul de vedere al accesului la surse de finanțare adiționale, societățile pe acțiuni sunt avantajate prin dreptul legal de a emite acțiuni, dar și obligațiuni, cu un avantaj și mai semnificativ pentru companiile listate la bursele de valori. Ca observație, uneori, este utilă și o analiză similară pentru societățile comerciale ce se constituie drept parteneri de afaceri;

(4) drepturi și obligații asumate încă de la momentul constituirii societății comerciale (de exemplu: obligația efectuării unor plăți pentru membrii fondatori; imposibilitatea desfacerii contractului de muncă pentru o anumită perioadă pentru angajații unei întreprinderi de stat privatizate);

(5) implicațiile legale ale contractelor încheiate (cu furnizorii, clienții, salariații etc.) sau chiar existența unor acțiuni juridice în curs. În acest context, este simptomatică o analiză retrospectivă a contractelor de management ale unor companii care au jucat roluri importante în criza financiară demarată în 2008, cu prevederi extrem de atractive pentru manageri în privința drepturilor, dar cu prevederi mai relaxate în ceea ce privea obligațiile acestora. Merită analizată și situația facturilor neîncasate de la clienți, dar și a eventualelor plăți restante către furnizori;

(6) obligațiile fiscale ale întreprinderii (dimensiune, scadențe, facilități), situația plăților către bugetul statului și către bugetele locale, precum și a celorlalte plăți obligatorii impuse prin legislație;

(7) situația juridică a imobilizărilor (se pot verifica titlurile de proprietate – vezi cazul activelor proprii versus activele închiriate sau în leasing);

(8) obligațiile și drepturile induse de deținerea unor active financiare, mai ales în cazul titlurilor financiare derivate.

Totodată, se pot avea în vedere și oportunități și riscuri din perspectiva evoluțiilor legislative. De exemplu, care este situația proiectelor de acte normative? Acestea vor duce la o îmbunătățire sau la o înrăutățire a perspectivelor companiei în raport cu situația actuală? Totodată, merită analizate și perspectivele de soluționare a acțiunilor juridice în curs. Din această perspectivă, o implicație financiară ar putea fi necesitatea constituirii unor provizioane.

Un exemplu de matrice SWOT pentru diagnosticul juridic este prezentat în cadrul 11.1[7].

Cadrul 11.1. Diagnosticul juridic	
PUNCTE FORTE (*STRENGHTS*): • absența oricăror litigii; • absența amenzilor la ultimele controale efectuate de diferite organisme cu atribuții în acest sens.	**PUNCTE SLABE (*WEAKNESSES*):** • nu există drept de proprietate asupra unor clădiri și terenuri.
OPORTUNITĂȚI (*OPPORTUNITIES*): • bariere de intrare legale pentru concurență; • prevederi fiscale favorabile; • politică a statului de încurajare a investițiilor din domeniul respectiv; • politică a statului de încurajare a investițiilor din regiunea respectivă;	**AMENINȚĂRI (*THREATS*):** • renunțarea în viitor la reglementările legate de avantajele fiscale de care beneficiază societatea comercială respectivă (declarații ale oamenilor politici privind modificarea cadrului legislativ); • condiții legale prohibitive în ceea ce privește anumite produse ale companiei, considerate

[7] Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura IRECSON, București, 2005, p. 255.

• domeniul de activitate în care acţionează compania este avantajat de politica generală a statului.	dăunătoare sănătăţii sau care lezează moralitatea; • fiscalitate excesivă; • regim supus accizelor.

11.3. Diagnosticul comercial

Diagnosticul comercial are drept scop caracterizarea produselor şi/sau serviciilor furnizate de companie (şi a poziţiei acestora pe piaţă), a concurenţei, a clienţilor şi a furnizorilor, precum şi a tuturor aspectelor ce pot avea o relevanţă asupra compartimentelor de aprovizionare şi desfacere ale întreprinderii[8]. În cazul acestui diagnostic, în mod logic, accentul se pune pe aspectele de natură comercială. Astfel, de exemplu, o analiză a furnizorilor poate fi realizată din perspectivă juridică (se vor avea în vedere contractele încheiate), comercială (preţuri, calitate etc.), tehnică (utilitate în procesul tehnologic, calitate din perspectivă tehnică) şi financiară (managementul financiar al datoriilor faţă de furnizori).

În continuare, se vor prezenta, succesiv, analiza pieţei specifice, analiza poziţiei companiei pe această piaţă, analiza politicilor de marketing şi analiza relaţiilor comerciale cu furnizorii.

11.3.1. Analiza pieţei specifice

Fiecare companie acţionează pe o anumită piaţă specifică. Pe de altă parte, practica poate releva anumite situaţii speciale. De exemplu, o fabrică de produse de panificaţie poate realiza o investiţie în domeniul hotelier, pentru a-şi diversifica afacerea.

Astfel, anumite societăţi comerciale pot avea valenţa acţiunii pe piaţa internaţională, în timp ce pentru altele piaţa se poate limita la suprafeţe incomparabil mai limitate (de exemplu, un magazin sătesc va avea o piaţă specifică, ce poate fi limitată la nivelul locuitorilor comunităţii respective). Analiza pieţei specifice se va particulariza în mod corespunzător. Relativ la dimensiunile externe ale pieţei, poate fi important de analizat dacă întreprinderea în cauză poate derula afaceri cu toţi partenerii-ţintă sau are anumite restricţii (de exemplu embargo).

De exemplu, aderarea unui stat la Uniunea Europeană (sau la alte organisme similare) poate deschide noi oportunităţi la nivelul pieţelor statelor membre, la care se adaugă avantaje precum creşterea mobilităţii forţei de muncă şi a capitalurilor etc. România şi Moldova au devenit atractive pentru investitorii străini datorită forţei de muncă mai ieftine, ceea ce a condus la o delocalizare a unor afaceri din alte state către aceste ţări. Alte state atrag investitori prin regimul fiscal mult mai relaxat şi prin diverse facilităţi acordate investitorilor străini, ceea ce va conduce la creşterea profitabilităţii unor afaceri care în alte condiţii nici nu ar fi fost luate în considerare ca oportunităţi de investire.

Analiza statică şi dinamică a anumitor indicatori macroeconomici poate fi utilă pentru a dimensiona în mod corespunzător piaţa efectivă şi cea potenţială. Fără a fi exhaustivi, pot fi consideraţi în acest scop: produsul intern brut (PIB) pe locuitor, rata de creştere a PIB şi a componentelor acestuia – investiţiile (publice şi private), consumul (public şi privat) şi soldul balanţei comerciale, rata inflaţiei, rata dobânzii de referinţă pe termen lung şi scurt, rata de economisire. Pentru companiile cu activitate de import şi/sau export o importanţă deosebită o prezintă şi evoluţia cursului de schimb valutar pentru devizele ţărilor de care aparţin principalii parteneri de afaceri.

[8] Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediţia a doua, Editura Economică, Bucureşti, 2002, pp. 55-57.

În analiza sectorului de activitate, se pot avea în vedere evoluția în dinamică a acestuia (în trecut, dar și perspectivele sectorului), contribuția lui la PIB, avantajele comparative, nivelul de dependență de alte sectoare ale economiei etc. În contextul unei crize economice, poate ar merita să se țină cont de gradul de expunere la riscurile ce decurg din această criză, respectiv dacă sectorul de activitate este mai mult sau mai puțin vulnerabil. Totodată, se pot avea în vedere concurența și poziția întreprinderii pe piață (lider, monopol, oligopol etc.)[9]. Ca urmare a acestor analize, se vor putea evidenția riscurile și oportunitățile de natură comercială care pot afecta activitatea viitoare a companiei. Uneori, o astfel de analiză trebuie să țină cont și de aspecte de natură politică[10]. Intrarea pe o nouă piață și succesul unor bunuri și servicii poate depinde, în anumite cazuri, de cunoașterea mai în profunzime a acelor piețe, trecând de aspectele pur economice, către cele sociale, culturale, religioase, diverse cutume, modele pe care acea economie le recunoaște și fără de care uneori o afacere la prima vedere rentabilă poate deveni un eșec[11]. De exemplu, ceea ce poate face diferența între o afacere de succes și un eșec răsunător poate decurge și din insuficienta atenție acordată particularităților sistemului financiar specific statului pe teritoriul căruia se intenționează pătrunderea/extinderea! Diferențele pot fi uneori majore, cum este, de exemplu, nerecunoașterea conceptului de dobândă în cadrul sistemului financiar islamic, concept acceptat evasiunanim de alte sisteme financiare precum cel anglo-saxon sau continental european[12].

Analiza mediului comercial are în vedere aspecte precum capacitatea de absorbție a pieței, structura și localizarea acesteia, dinamica și preferințele cererii solvabile potențiale ș.a.[13] Menținerea unei poziții de lider pe piață, mai ales având în vedere un mediu concurențial semnificativ, poate fi rezultatul unei strategii corect fundamentate în ceea ce privește promovarea produselor și serviciilor existente sau nou lansate, identificarea unor noi piețe de desfacere, orientarea campaniilor de promovare către clienții vizați etc.

Capacitatea de absorbție a pieței poate fi estimată prin indicatori precum numărul de consumatori ai produselor și serviciilor (ceea ce evidențiază nivelul efectiv al cererii), dar și numărul de clienți potențiali ai acestora[14]. Ambii indicatori pot fi estimați pe baza unor sondaje statistice. Pentru o analiză mai aprofundată, se poate realiza o structurare a pieței în funcție de criterii relevante (de exemplu, în funcție de puterea de cumpărare, nivel de educație, sex etc.). În context, se pot realiza analize pentru a se determina care sunt calitățile produsului apreciate pe piața analizată, tradiția în consum etc.

În ceea ce privește delimitarea pieței din perspectiva localizării, merită evidențiate regiunile care reprezintă practic câmpul pe care întreprinderea poate acționa în momentul actual sau în viitor. De exemplu, este puțin probabil că o librărie va reuși să vândă cărți publicate într-o limbă puțin cunoscută într-o anumită regiune.

Indicatorii trebuie analizați și din punct de vedere dinamic, pentru a se anticipa perspectivele de evoluție. De exemplu, racordarea unei anumite zone geografice la rețeaua de curent electric va putea determina o creștere a cererii pentru produsele electrocasnice. Pe de altă

---

[9] Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2002, p. 45 și urm.

[10] Pentru o dezvoltare, vezi, de exemplu, Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2002, pp. 45-47.

[11] Pentru un studiu interesant legat de relația dintre religie și comerț, vezi: Helble, Mathias, "Is God Good for Trade?", *Kyklos*, 60(3), 2007, pp. 385-413.

[12] Pentru dezvoltări ale acestui subiect, vezi: Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Obreja Brașoveanu, Laura; Stoian, Andreea; Lipară, Carmen; Cetean, Elena, *Piețe și sisteme financiare*, Editura ASE, București, 2008.

[13] Vezi Florescu, Constantin (coordonator), *Marketing*, Editura Marketer, București, 1992.

[14] Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2002, p. 45 și urm.

parte, este puțin probabil să se înregistreze o astfel de evoluție în cazul în care puterea de cumpărare a locuitorilor din regiunea respectivă nu permite astfel de achiziții.

În context, merită realizată și o analiză a clienților actuali ai companiei. În acest sens, poate fi utilă segmentarea lor în funcție de importanță (de exemplu, prin metoda ABC[15]). În analiză, se poate urmări capacitatea lor de plată, existența restanțelor de plată, precum și durata de încasare a creanțelor (ca medie și pe cazul fiecărui client semnificativ în parte). De exemplu, existența unor clienți importanți, dar rău-platnici este o situație nefavorabilă pentru întreprindere. Un indicator foarte important în analiza clienților îl constituie durata de decontare a creanțelor societății comerciale[16], indicator prezentat în capitolul 6.

11.3.2. Analiza poziției companiei pe piață

Dincolo de analiza pieței în completitudine, compania este interesată de cota sa de piață[17]. Cota de piață reprezintă ponderea vânzărilor realizate de o companie în totalul vânzărilor realizate pe piața respectivă. Se poate discuta despre o astfel de cotă de piață calculată pentru un anumit produs sau serviciu, cât și pentru întreaga cifră de afaceri a companiei.

Cota de piață (C_p) deținută de o anumită companie *k* pe o anumită piață, pentru produsul sau marfa *i* vândut(ă) (sau pentru serviciul prestat) se calculează conform relației:

$$C_p = \frac{Q_{ik} \cdot P_{ik}}{\sum_{j=1}^{n} Q_{ij} \cdot P_{ij}}, \qquad (11.2)$$

unde:

j – întreprinderile care acționează pe piața produsului *i, cu j = 1... n*;

Q_{ij} – cantitatea de produse *i* vândute de întreprinderea *j*;

P_{ij} – prețul produsului *i*, practicat de întreprinderea *j*;

n – numărul companiilor ce acționează pe această piață.

Cota de piață deținută de o societate comercială *k* pe o anumită piață reprezintă ponderea vânzărilor realizate de aceasta (V_k) în totalul vânzărilor pe piața respectivă și se calculează conform relației:

$$C_p = \frac{V_k}{\sum_{j=1}^{n} V_j} = \frac{\sum_{i=1}^{m} Q_{ik} \cdot P_{ik}}{\sum_{j=1}^{n}\sum_{i=1}^{m} Q_{ij} \cdot P_{ij}}, \qquad (11.3)$$

unde:

V_j – vânzările realizate de întreprinderea j, *cu j = 1 ... n*;

m – numărul de produse avute în vedere ca aparținând pieței în discuție.

---

[15] Conform cu aceasta, se realizează o segmentare de tipul: Clasa A – clienții cei mai importanți (clienți puțini, dar care asigură un volum semnificativ din vânzări, de exemplu cei care asigură peste 8-10% din cifra de afaceri), Clasa B – clienți de importanță moderată; Clasa C – clienți numeroși, dar care nu asigură un volum semnificativ din vânzări în mod individual. Deși toți clienții sunt importanți, preocuparea managementului este de a se nu permite neglijarea obiectivelor clienților din clasa A.

[16] Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2002, p. 56.

[17] *Ibidem*, pp. 55-57.

Uneori, managementul companiei este mai interesat de creşterea cotei de piaţă a companiei decât de obiectivul de maximizare a averii proprietarilor. De exemplu, Loderer, Roth, Waelchli şi Joerg (2010) evidenţiază că majoritatea managerilor companiilor de pe glob nici nu menţionează interesul pentru acţionari în declaraţiile lor privind scopurile companiei[18]. În aceste condiţii, analiza evoluţiei cotei de piaţă merită să ţină cont de strategia managerilor şi a proprietarilor societăţii comerciale.

De exemplu, analiza financiară poate evidenţia o profitabilitate scăzută, dar aceasta poate fi fie rezultatul unei politici deliberate de creştere a cifrei de afaceri (în baza unui profit net/produs mai scăzut), fie un efect al unei activităţii neprofitabile. Astfel, evoluţia cotei de piaţă trebuie analizată şi în conexiune cu indicatorii de performanţă financiară, precum rata de rentabilitate financiară. De exemplu, o creştere a cotei de piaţă însoţită de o scădere a rentabilităţii financiare poate fi acceptată pe termen scurt, chiar dacă rata de rentabilitate înregistrează niveluri negative, atâta timp cât managementul companiei vizează o cucerire a unei părţi mai mari a pieţei. Pe de altă parte, trebuie evitată „capcana" creşterii cotei de piaţă cu orice preţ, afectându-se performanţa pe termen lung (vezi cadrul 11.2).

Cadrul 11.2. Banca, credibilitatea şi managerul de vânzări

În mod tradiţional, sistemul bancar a fost caracterizat prin stabilitate, chiar prin conservatorism. Banca era definită în mod tradiţional ca o instituţie care inspiră încredere. Altfel, actul de a-ţi pune banii la dispoziţia cuiva cât timp nu ai nici mijloacele de control necesare şi nici o putere similară acestui partener de afaceri ar fi o atitudine hazardată chiar şi pentru cineva care nu cunoaşte modelul lui Jensen şi Meckling (1976), la care am făcut referire în această carte încă din capitolul 1. Datorită acestei trăsături – încrederea, deponenţii simţeau că depozitele lor sunt în siguranţă, chiar dacă ştiau că banii sunt investiţi şi nu tezaurizaţi. Profesionalismul partenerului de afaceri reprezintă trăsătura definitorie funcţionării sistemului.

Din dorinţa de a dobândi o cotă cât mai mare din piaţă, unele bănci ar putea fi tentate să acorde credite unor clienţi mai puţin credibili (solvabili), care ar putea face faţă cu mare dificultate plăţii serviciului datoriei. Deşi noi îmbrăcăm studiul de caz sub formă de poveste, el reprezintă unul dintre punctele de pornire ale crizei financiare din SUA, declanşată în anii 2007-2008.

În fapt, discutăm despre două viziuni – viziunea „vânzătorului" de credite, apreciat de manageri prin numărul de contracte încheiate (la extrem, abordare contrară principiului siguranţei bancare), şi a finanţistului, mai prudent prin natura profesiei sale. În contextul unui sistem noncooperativ, efectele pot fi dezastruoase pentru clienţi (vezi problemele de agent), dar şi pentru angajaţi, cât timp banca poate intra în procedură de insolvenţă. În plus, nu trebuie uitat că în timp ce investitorii pot beneficia de o diminuare a riscurilor (vezi efectul diversificării[19]), salariaţii dispun în cvasitotalitatea cazurilor de un portofoliu nediversificat de locuri de muncă (în general, ei câştigă de la un singur loc de muncă).

[18] Loderer, Claudio F.; Roth, Lukas; Waelchli, Urs; Joerg, Petra, "Shareholder Value: Principles, Declarations, and Actions", *Financial Management*, Vol. 39, No. 1, Spring 2010, pp. 5-32.

[19] Pentru o introducere în contextul managementul portofoliului de active financiare, vezi Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Dămian, Oana-Alexandra; Stoian, Andreea; Mitrică, Eugen; Lăcătuş, Carmen Maria; Manaţe, Daniel; Ţâţu, Lucian; Hândoreanu, Cătălina Adriana, *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, ediţia a doua, Editura Economică, Bucureşti, 2009.

11.3.3. Analiza politicii de marketing a companiei

O altă abordare în diagnosticul comercial poate avea în vedere componentele politicii de marketing (de produs, de preț, de distribuție și promoțională) și modul lor de integrare la nivelul întreprinderii[20].

În ceea ce privește ***politica de produs,*** acesta ar trebui caracterizată prin mai multe coordonate, precum: **gradul de diferențiere** – prin funcții/caracteristici sau prin performanță; **gradul de personalizare** (respectiv adaptarea la cerințele și particularitățile fiecărui client); **gradul de standardizare** (capacitatea produsului de a interconecta cu alte produse); **gradul de inovare** (îmbunătățirea funcțiilor/caracteristicilor existente, introducerea de noi funcții/caracteristici, introducerea de noi produse etc.).

Se pot analiza ***politicile de preț*** aplicate, precum și pe cele vizate pentru viitor. Existența unor contracte ferme încheiate reprezintă un avantaj pentru orice companie și crește viabilitatea prognozelor. În principiu, ar trebui analizate nivelul prețurilor, condițiile de plată, eventualele rabaturi acordate, adaosuri acordate intermediarilor etc.

Politicile de promovare sunt importante, mai ales pentru companii ce tocmai se înființează sau pentru produse/servicii noi, ce urmează a fi lansate în viitorul apropiat. Este importantă alegerea celor mai potrivite modalități de promovare, ținând cont de costurile acestei activități. Mijloacele de comunicare pot fi *directe* sau *prin intermediari*. Cele directe presupun apelarea la forța de vânzare, relații publice (directe, sponsorizări, donații), participarea la diverse evenimente (conferințe, târguri, expoziții etc.), marketing direct (contact direct, internet, postere, panouri, broșuri etc.), promovarea vânzărilor (acordarea de premii, concursuri, merchandising, promovare la locul vânzării etc.), iar indirect se poate face promovarea prin intermediul mass-mediei (publicitate prin televiziune, radio, publicații naționale și/sau locale etc.).

În ceea ce privește ***politica de distribuție***, trebuie prezentat traseul parcurs de produs/serviciu până la consumatorul final, respectiv canalul de distribuție. Acesta poate fi caracterizat prin ***lungime*** și ***lățime***. Lungimea poate fi *scurtă* (fără intermediari), *medie* (cu intermediari puțini), respectiv *lungă* (având intermediari mulți – exportatori, angrosiști, detailiști). Lățimea canalului de distribuție poate fi *intensivă* (pe același nivel de distribuție există un număr mare de diferiți intermediari), *selectivă* (distribuția se realizează prin intermediari selectați), respectiv *exclusivă* (distribuție printr-un singur intermediar)[21].

11.3.4. Analiza relațiilor comerciale cu furnizorii

Analiza furnizorilor se poate realiza din diferite perspective – comercială, juridică, tehnică, financiară etc. În ceea ce privește analiza relațiilor comerciale cu furnizorii, se pot analiza calitatea și prețul produselor livrate de aceștia, ritmicitatea aprovizionării, capacitatea de a răspunde la solicitări neprevăzute, precum și durata de plată a acestora, indicator prezentat în capitolul 6.

Un exemplu de matrice SWOT pentru diagnosticul comercial este prezentat în cadrul 11.3.

[20] Vezi în acest sens Florescu, Constantin (coordonator), *Marketing*, Editura Marketer, București, 1992.
[21] Manole, Victor; Stoian, Mirela; Dorobanțu, Horia, *Marketing*, Editura ASE, București, 2002.

Cadrul 11.3. Diagnosticul comercial	
PUNCTE FORTE (*STRENGHTS*): • brand apreciat; • cotă de piaţă ridicată; • durată de plată a furnizorilor mai mare decât durata de încasare a creanţelor-clienţi; • noi produse competitive lansate pe piaţă în ultimii ani; • preţuri accesibile pentru clientela vizată.	PUNCTE SLABE (*WEAKNESSES*): • dependenţă de importurile de materii prime; • forţă ridicată de negociere a clienţilor; • concurenţă puternică; • pondere de peste 50% a unui anumit produs în vânzările totale ale companiei.
OPORTUNITĂŢI (*OPPORTUNITIES*): • creşterea veniturilor clienţilor va implica o creştere a cifrei de afaceri; • existenţa şi perspectivele de creştere ale unor bugete publice care finanţează achiziţia unor produse ale companiei; • interes pentru produsele (mărfurile) vândute de societatea comercială analizată; • posibilitatea penetrării pe o nouă piaţă; • prognoze favorabile privind gradul de atractivitate ale tipurilor de produse fabricate de companie la nivel internaţional.	AMENINŢĂRI (*THREATS*): • apariţia unui nou concurent; • dependenţa parţială de vânzări finanţate din fonduri publice, ceea ce poate genera întârzieri la încasarea banilor de la clienţi; • deprecierea monedei naţionale în condiţiile dependenţei de importuri; • domeniu de activitate supus unor riscuri mari de fluctuaţie a gusturilor; • scăderea puterii de cumpărare a clienţilor.

11.4. Diagnosticul tehnic (operaţional)

Diagnosticul tehnic (operaţional) are în vedere mijloacele materiale ale societăţii comerciale – reflectate în bilanţul companiei în categoria activelor (în principiu, de exploatare)[22]. Din punct de vedere conceptual, termenul de diagnostic operaţional are o sferă mai largă de cuprindere, putându-se referi la orice tip de societate comercială, în timp ce acela de diagnostic tehnic este mai restrictiv. Tipul de diagnostic depinde de sectorul de activitate şi de alte particularităţi ale societăţii comerciale supuse analizei. De exemplu, pentru o întreprindere din sectorul metalurgic, denumirea de diagnostic tehnic este adecvată, în timp ce pentru o întreprindere de consultanţă financiară, se recomandă cea de diagnostic operaţional. Cu toate acestea, filosofia de lucru este similară, motiv pentru care în acest subcapitol vom folosi alternativ cei doi termeni. Există câteva repere utile în diagnosticul tehnic, care pot influenţa şi concluziile oferite de analiza financiară a companiei.

Un prim reper, care influenţează semnificativ şi rezultatele analizei financiare îl reprezintă ***capacitatea de producţie a companiei***[23]. Aceasta reprezintă nivelul maxim al producţiei pe care îl poate realiza o companie, ţinând cont de restricţiile de natură tehnică (sau de altă natură) la care este supusă aceasta. Bineînţeles că nu se poate propune o creştere a cifrei de afaceri la niveluri superioare acestui indicator, fără modificarea variabilelor care se constituie ca restricţii. Totodată, pragul de rentabilitate trebuie comparat cu acest indicator: este posibil ca un anumit produs să nu merite a fi fabricat pentru că pragul de rentabilitate este superior capacităţii de producţie. În cazul în care societatea comercială nu funcţionează la capacitate maximă, poate fi de interes calculul gradului de ocupare a capacităţii de producţie (vânzare), obiectivul managementului fiind atingerea unui nivel cât mai apropiat de 100%.

Un alt aspect ce trebuie analizat îl reprezintă fluxul tehnologic. Caracterizarea acestuia trebuie să ţină cont de situaţia din sectorul de activitate, precum şi de anticipările de schimbare

[22] Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediţia a doua, Editura Economică, Bucureşti, 2002, pp. 57-58.

[23] În mod analog, se poate discuta despre o ***capacitate de desfacere*** pentru companiile care desfăşoară strict activitate comercială.

datorate progresului tehnic. În contextul acestor schimbări, se pot avea în vedere analiza funcției de cercetare-dezvoltare a societății comerciale și a capacității acesteia de a obține efectiv rezultate în domeniu. Nu trebuie punctată ca scop în sine existența sa fizică pentru întreprinderea analizată, ci capacitatea sa de a genera câștiguri viitoare. Această analiză trebuie realizată având în vedere și câștigurile conexe (de exemplu, îmbunătățirea condițiilor de muncă, materializată în creșteri de productivitate a muncii)[24].

În ceea ce privește analiza activelor companiei, se pot avea în vedere indicatori precum:

- uzura fizică a imobilizărilor corporale (un nivel cât mai redus este dezirabil);
- uzura morală a imobilizărilor corporale și a unor imobilizări necorporale (vezi, de exemplu, brevete, licențe etc.) (un nivel cât mai redus este dezirabil);
- procentul de active redundante în total active (vezi conexiunea cu analiza funcțională a bilanțului, prezentată în capitolul 4) (un nivel cât mai redus este dezirabil);
- structura pe tipuri de stocuri (de materii prime, de produse în curs de execuție, de produse finite, de mărfuri), ținându-se cont de calitatea acestora;
- nivelul pierderilor tehnologice (aici trebuie comparat și nivelul efectiv al acestui indicator cu standardele profesionale din domeniul respectiv);
- viteza de rotație a stocurilor, pe tipuri de stocuri;
- indicatorii de productivitate asociați activelor (de exemplu, cifra de afaceri pe metrul pătrat de suprafață cultivată, în agricultură).

Unele dintre elementele cu caracter tehnic au un impact substanțial direct asupra calității muncii managerului financiar. De exemplu, calitatea suportului informatic poate afecta în bine sau în rău calitatea actului managerial prin furnizarea rapidă și corectă a informațiilor necesare deciziilor sau dimpotrivă. Totodată, securitatea informațiilor poate constitui o problemă serioasă în absența luării de măsuri[25].

Un exemplu de matrice SWOT pentru diagnosticul tehnic (operațional) este prezentat în cadrul 11.4[26].

Cadrul 11.4. Diagnosticul tehnic (operațional)

PUNCTE FORTE (*STRENGHTS*): • clădiri adecvate necesităților societății comerciale; • durată de fabricație a produselor finite redusă în comparație cu concurența; • materii prime de calitate ridicată, furnizate la intervalele de timp agreate prin contract; • investiții în active fixe performante.	**PUNCTE SLABE (*WEAKNESSES*):** • imobilizări uzate fizic și moral; • un procent semnificativ de active redundante în total active.
OPORTUNITĂȚI (*OPPORTUNITIES*): • sector inovativ.	**AMENINȚĂRI (*THREATS*):** • „șocuri tehnologice", care pot să determine o scădere a competitivității produselor societății comerciale analizate; • înrăutățirea cursului de schimb valutar în cazul unei dependențe de utilaje, linii tehnologice etc. din import; • dispariția de pe piață a pieselor de schimb pentru echipamentele utilizate în procesul de producție.

[24] Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2002, p. 58.

[25] Pentru dezvoltări, vezi Năstase, Pavel (coordonator), *Auditul și controlul sistemelor informaționale*, Editura Economică, București, 2007.

[26] După Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura IRECSON, București, 2005, p. 256.

11.5. Diagnosticul resurselor umane

În general, succesul unei afaceri depinde într-o măsură semnificativă de resursa umană implicată, de la salariaţi la echipa de conducere. Criteriile de selecţie a personalului de execuţie şi de conducere sunt extrem de importante încă de la momentul intrării lor în companie. Tot la fel de importantă este şi preocuparea permanentă pentru „împrospătarea" echipei, pentru perfecţionarea personalului. Literatura de specialitate şi practica acelor companii preocupate de calitatea resursei umane au formalizat şi, respectiv, implementat un concept integrator pentru această componentă importantă a oricărei companii, cel de „cultură organizaţională". Conceptual, cultura organizaţională reprezintă un ansamblu de valori, credinţe, aspiraţii, aşteptări şi comportamente conturate în decursul timpului în fiecare organizaţie, care predomină în cadrul său şi îi condiţionează direct şi indirect funcţionalitatea şi performanţele[27]. Devine astfel posibilă identificarea şi descrierea a numeroase elemente reale, de natură umană din viaţa companiei, cu implicaţii majore asupra rezultatelor activităţii, care nu erau luate în considerare prin abordările manageriale clasice. Mai mult decât atât, cultura organizaţională oferă un fundament net superior pentru a compara managerial companiile şi, pe această bază, pentru a efectua un transfer eficace de *know-how* managerial. Ca modalităţi practice de manifestare a acestui concept putem enumera: simbolurile culturale, normele comportamentale organizaţionale, istorioarele şi miturile specifice organizaţiei, ritualurile şi ceremoniile, precum şi statutul companiei şi rolurile pe care le joacă stakeholderii implicaţi[28]. Dedicarea unui capitol special analizei resurselor umane ale organizaţiei este extrem de logică, ţinând cont de faptul că *oamenii reprezintă, alături de informaţii, principalele materii prime ale managementului*[29].

Printre aspectele ce pot fi avute în vedere în analiză, se pot aminti numărul de salariaţi, structura acestora, nivelul de calificare, politica salarială practicată etc.[30] Datorită diferenţelor existente între metodologiile aplicate, se recomandă analiza distinctă a resurselor umane şi a managementului (vezi şi subcapitolul 11.6). Totodată, diagnosticul resurselor umane merită realizat în mod distinct, pe categoriile personalului direct productiv şi al celui de administraţie şi conducere[31].

Ca exemplu, se pot realiza analize privind:

- adecvarea numărului de salariaţi la necesităţile reale ale societăţii comerciale. Nu trebuie pierdut din vedere că creşterea numărului de angajaţi este dezirabilă (determină o creştere a producţiei) numai până la un prag, după care poate avea chiar efecte adverse;
- adecvarea structurii personalului existent la necesităţile reale ale întreprinderii. Se pot avea în vedere: nivelul de pregătire (aprecierea performanţelor din perioada de şcolarizare, cu accent pe disciplinele legate de specificul societăţii comerciale analizate; aprecierea nivelului calitativ al formelor de pregătire urmate); experienţa în domeniu (numărul de ani de experienţă, performanţele notabile) şi, mai ales, experienţa pe postul respectiv (sau pe posturi similare), vârsta (corelarea cu munca prestată) şi aptitudinile salariatului (şi corelarea acestora cu munca desfăşurată);

---

[27] Nicolescu, Ovidiu; Verboncu, Ion, *Fundamentele managementului organizaţiei*, Editura Universitară, Bucureşti, 2008.

[28] Pentru aprofundarea acestor noţiuni recomandăm consultarea unor lucrări de specialitate din domeniul managementului, cu abordări legate şi de managementul resurselor umane, precum Nicolescu şi Verboncu (2000), Nicolescu şi Verboncu (2008), Lefter şi Deaconu (2008) etc.

[29] Nicolescu, Ovidiu; Verboncu, Ion, *Fundamentele managementului organizaţiei*, Editura Universitară, Bucureşti, 2008.

[30] Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediţia a doua, Editura Economică, Bucureşti, 2002, pp. 58-59.

[31] Niculescu, Maria, *Diagnostic global strategic*, Editura Economică, Bucureşti, 1997, p. 99 şi urm.

- criteriile de selecție și încadrare a personalului. Pot fi avute în vedere criterii precum vechimea în muncă, studiile și cunoștințele deținute de fiecare salariat, posturile/funcțiile deținute anterior etc. Pe de altă parte, mai ales în condițiile în care o nouă investiție implică schimbări cantitative și calitative în rândul angajaților, managementul resurselor umane ar trebui să fie pregătit și pe componenta formării și perfecționării personalului. Acordarea atenției cuvenite acestei componente de formare continuă poate face diferența între companiile care se pot dezvolta într-un mediu economic dinamic, rămânând performante și celelalte, care vor înregistra scăderi de profit, pierderea unei părți mai mari sau mai mici din cota de piață etc. În ultimele decenii în special, mai ales companiile mari au început să pună din ce în ce mai mult accentul pe programe de pregătire profesională organizate chiar de compania-angajatoare însăși, în special pentru manageri și diverși specialiști din respectiva companie;
- criteriile de promovare a personalului, care pot fi diverse de la vechimea în muncă, până la performanțele obținute la locul de muncă sau chiar pe baza potențialului salariatului respectiv [32];
- măsura în care se asigură corelarea între munca prestată și nivelul de salarizare; în cazul în care există o supradimensionare a salariilor, întreprinderea înregistrează pierderi; în cazul unei subdimensionări apar efecte negative, care se pot materializa în absenteism, lipsă de interes, inclusiv părăsirea entității. Alături de salarii, trebuie avute în vedere și alte forme de cointeresare, ce pot fi agreate de angajați[33];
- organizarea sindicală și capacitatea acesteia de a-și impune punctul de vedere, dar și gradul de instruire a liderilor sindicali. În acest context, este important de analizat și un set de indicatori de cuantificare a nivelului de conflictualitate (colectivă și individuală) între salariați (sindicate) și management. Conflictualitatea colectivă se poate aprecia prin intermediul unor indicatori precum: numărul de greve, numărul de zile de grevă, coeficientul de importanță a grevei (raportul dintre numărul de greviști și numărul total de salariați) etc. [34]

Un indicator foarte important pentru acest diagnostic îl constituie productivitatea muncii, putându-se calcula producția sau cifra de afaceri pe angajat sau pe unitate de timp. În principiu, pentru ca o întreprindere să fie diagnosticată în mod favorabil, indicele de creștere a productivității muncii (I_W) trebuie să fie superior indicelui de creștere a fondului de salarii (I_{FS}):

$$I_W > I_{FS}.$$

Un exemplu de matrice SWOT pentru diagnosticul resurselor umane este prezentat în cadrul 11.5[35].

Cadrul 11.5. Diagnosticul resurselor umane	
PUNCTE FORTE (*STRENGHTS*):	PUNCTE SLABE (*WEAKNESSES*):
• personal competent; • indicele de creștere a productivității muncii este superior indicelui de creștere a fondului de salarii; • nu există conflicte între salariați și manageri; • politică susținută de investiții în resurse umane.	• personal supra-calificat; • personal insuficient.

[32] Nicolescu, Ovidiu; Verboncu, Ion, *Fundamentele managementului organizației*, Editura Universitară, București, 2008.
[33] De exemplu, o companie care plătește salarii mai mici poate organiza periodic petreceri (*party*-uri) la care mâncarea și băutura pot fi gratis. Bineînțeles, în cazul în care angajații preferă salariile mai mari, o astfel de formă de cointeresare poate crea chiar ostilitate din partea acestora.
[34] Niculescu, Maria, *Diagnostic global strategic*, Editura Economică, București, 1997, pp. 102-103.
[35] După Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura IRECSON, București, 2005, p. 256.

OPORTUNITĂȚI (*OPPORTUNITIES*):	AMENINȚĂRI (*THREATS*):
• posibilitatea apariției unor programe de specializare finanțate de stat.	• creșteri ale salariului mediu pe economie; • posibilitatea apariției unor reglementări ce vor viza creșterea sarcinilor fiscale și para-fiscale care cad în sarcina companiei.

11.6. Diagnosticul managementului și structurii organizaționale a întreprinderii. Analiza aspectelor de guvernanță corporativă

Henry Mintzberg (1989)[36] identifica șapte structuri fundamentale organizaționale ale întreprinderii, care se pot întrepătrunde la nivelul unei societăți comerciale: antreprenorială, mecanicistă, divizionarizată, profesională, inovațională, misionară și politică. Fiecare tip de organizație presupune abilități diferite ale managementului. În context, adecvarea stilului de management la cultura organizațională a societății comerciale reprezintă un alt aspect-cheie. În legătură cu elementele de conflict potențial ce există între stakeholderii întreprinderii, merită amintite principalele curente de opinie cu privire la relația dintre individ și organizația din care face parte (vezi capitolul 1).

În ceea ce privește diagnosticul managementului, trebuie apreciate critic aspecte precum structura echipei de management (pe vârste, niveluri de pregătire și experiență etc.), nivelul de calificare, experiența profesională acumulată în domeniul pe care îl conduce sau în general, stilul de conducere, capacitatea de performanță, atașamentul față de întreprindere, eficacitatea și dinamismul echipei de conducere a societății comerciale etc. Și în acest caz, pot fi avute în vedere mai multe tehnici de analiză[37]. Totodată, analiza managementului companiei poate avea în vedere și următoarele aspecte:

- frecvența schimbărilor membrilor echipei de conducere;
- motivele acestor schimbări;
- conflicte anterioare sau prezente între manager(i) și salariați;
- modalitățile de selecție a membrilor echipei de conducere;
- criteriile de promovare aplicate de companie;
- predilecția pentru selecția managerilor – din interiorul companiei sau din exterior;
- sistemul de conducere pentru care compania a optat – sistem unitar sau dual, cu identificarea aspectelor pozitive și limitelor induse în activitatea de funcționare a companiei. În sistemul unitar de conducere, directorii executivi și nonexecutivi[38] sunt uniți într-un singur for de

[36] Mintzberg, Henry, *Le management. Voyage au centre des organisations*, Éditions d'Organisation, Paris, 1999 (traducere după ediția în limba engleză din 1989).

[37] Vezi, de exemplu, Stan, Sorin V. (coordonator), *Evaluarea întreprinderii*, ediția a doua, Editura IROVAL și Editura INVEL MULTIMEDIA, București, 2006, pp. 116-120.

[38] Directorul non-executiv este implicat în activitatea de planificare și în formularea de strategii și politici pentru companie, contribuind la creșterea prestigiului acesteia datorită poziției pe care persoana respectivă o are în comunitate. Principiile de guvernanță corporativă recomandă ca directorii nonexecutivi să fie independenți în raport cu managerii executivi, adică nu trebuie să aibă legături directe cu persoanele care ocupă astfel de posturi, trebuie să aibă o gândire și să exprime puncte de vedere independente, nu trebuie să aibă niciun alt interes în legătură cu compania decât remunerarea furnizată de aceasta, trebuie să fie onest și imparțial și să acționeze în interesele tuturor acționarilor și nu ale vreunui grup de interese. Directorul nonexecutiv are responsabilitatea de a supraveghea activitățile managementului executiv pe două paliere: (1) în activitatea de implementare a reglementărilor, procedurilor și planurilor stabilite și (2) prin verificarea companiei în legătură cu activitățile de implementare a unui sistem corespunzător eficient de control intern.

conducere. În sistemul dual cele două categorii de directori sunt organizați în două foruri de conducere diferite, respectiv Comitetul de Supraveghere și Comitetul Executiv. Comitetul de Supraveghere are drept principală responsabilitate formularea și monitorizarea respectării direcției strategice a afacerii, în timp ce Comitetul Executiv se implică în mersul operativ al acesteia.

Managerul este un *leader*. Ca urmare, fenomenul de *leadership* poate fi analizat într-o abordare detaliată și din perspectiva mai multor discipline dezvoltate de-a lungul timpului în literatura de specialitate. De exemplu, din perspectiva psihologiei organizaționale a afacerilor, analiza abilităților managerilor se poate realiza pe următoarele paliere: tehnice, conceptuale și interpersonale. Abilitățile tehnice includ cunoștințe despre operațiile desfășurate în cadrul organizației, despre proceduri și echipamente, piețe, consumatori și competitori[39]. Abilitățile conceptuale cuprind capacitatea de analiză a unor situații și evenimente complexe, de sesizare a tendințelor dominante, de a percepe schimbările semnificative și de a identifica problemele prioritare. Abilitățile interpersonale includ înțelegerea proceselor interpersonale și între grupuri, capacitatea de a menține relații de cooperare cu oamenii și puterea de persuasiune[40].

Pe de altă parte, este posibil ca managerul să fie o persoană cheie, de care să depindă fundamental valoarea afacerii. Au existat cazuri în care numai anchetarea de organele legale a managerului unei companii a determinat scăderi substanțiale de curs bursier ale acțiunilor acesteia. În fapt, cu toate că există persoane convinse că orice om poate fi înlocuit, managementul financiar recunoaște că în evaluarea unei afaceri (sau a acțiunilor) se poate aplica un discount pentru pierderea persoanei-cheie. Datorită importanței acestui stakeholder, problemele legate de asimetria de informații manager – alți stakeholderi, precum și potențialele probleme de agent nu pot fi neglijate (vezi subcapitolul 1.2).

Problematica structurilor adecvate de conducere, precum și aspectele legate de nominalizarea și construirea pachetelor salariale ale ambelor categorii de manageri sunt elemente ce fac obiectul unor recomandări detaliate a ceea ce poartă denumirea de **guvernanță corporativă**. În esență, guvernanța corporativă vorbește despre cum ar trebui organizate și conduse companiile (în primul rând cele listate). Fiecare decizie luată în companie: alocarea activelor, finanțarea, raportarea financiară, compensațiile, relațiile cu comunitatea etc. trebuie să fie concordantă cu crearea de valoare sustenabilă pe termen lung pentru investitori, angajați și comunitate *și nu cu beneficiile pe termen scurt ale unui grup, indiferent de consecințele asupra celorlalți* (Monks și Minow, 2011)[41]. Conform definiției furnizate de Shleifer și Vishny (1997), „guvernanța corporativă furnizează instrumentele prin care «furnizorii de fonduri» se asigură că își vor recupera sumele investite și că vor obține și un câștig de pe urma investirii acestora"[42]. Astfel, dacă în această definiție se acordă atenție în principal acționarilor și creditorilor, după numai doi ani, în codul OECD se construiește o imagine mai amplă asupra sistemului de relații dintr-o companie, fiind incluși și alți stakeholderi în afara celor două categorii menționate anterior. Conform definiției date de OECD (1999), guvernanța corporativă reprezintă „un set de legături între structurile de conducere ale companiei, pe de o parte, acționarii acesteia și alți stakeholderi, pe de altă parte. De asemenea, guvernanța corporativă furnizează structura prin care obiectivele companiei sunt stabilite, mijloacele prin care se pot atinge acele obiective și prin intermediul căreia performanțele pot fi evaluate".

---

[39] Crăciun, Dan, *Psihologie socială*, Editura ASE, București, 2005.

[40] Pentru dezvoltări ale acestor concepte din domeniul psihologiei sociale a organizației, recomandăm lucrări din domeniu precum: Williams, Dean, *Leadership real. Oameni și organizații, față în față cu marile lor provocări*, Editura Codecs, 2007; Muchinsky, Paul M., *Psychology applied to work: an introduction to industrial and organizational psychology*, Volume 1, Thomson/Wadsworth, 2006; Zlate, Mielu, *Leadership și management*, Editura Polirom, Iași, 2004 etc.

[41] Monks, Robert A.; Minow, Nell, *Corporate Governance*, John Wiley & Sons, 2011.

[42] Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W., "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, 52, 1997.

Iată câteva instrumente şi măsuri furnizate de guvernanţa corporativă privind buna funcţionare a companiilor: (1) ajută la crearea unui sistem de control în interiorul companiei, astfel încât activele acesteia să fie gestionate corespunzător; (2) previne concentrarea de putere în mâna unei singure persoane; (3) gestionează relaţiile dintre conducerea companiei, acţionari şi alţi stakeholderi; (4) are drept scop asigurarea unei conduceri în interesul acţionarilor şi al celorlalţi stakeholderi; (5) încurajează transparenţa solicitată de investitori, în analiza calităţii managementului şi a performanţelor companiilor[43].

În prezent, majoritatea companiilor sunt interesate nu numai de înregistrarea unor performanţe financiare ridicate, ci şi să demonstreze că sunt şi buni „cetăţeni corporativi". Unul dintre cele mai simptomatice aspecte legate de această transformare este creşterea importanţei conceptului de Responsabilitate Socială Corporativă (*Corporate Social Responsibility,* prescurtat *CSR* în engleză), concept inclus în numeroase Coduri de guvernanţă corporativă construite la nivel naţional sau internaţional. Există mai multe definiţii ale acestui concept, dar în esenţă, Responsabilitatea Socială Corporativă se referă la modul în care companiile îşi desfăşoară activitatea urmărind atingerea obiectivelor prin înţelegerea necesităţilor şi aşteptărilor stakeholderilor şi soluţionarea acestora, chiar prin depăşirea de cele mai multe ori a atribuţiilor de bază[44].

În general, responsabilitatea socială a fost promovată cu preponderenţă de întreprinderile de mari dimensiuni. Totuşi, companii de toate tipurile – atât publice, cât şi private – inclusiv întreprinderile mici şi mijlocii şi societăţile cooperatiste acţionează în deplină concordanţă cu acest principiu[45]. Kotler şi Lee (2005) au definit Responsabilitatea Socială Corporativă ca fiind „un angajament care contribuie la bunăstarea comunităţii prin practici discreţionare de afaceri cu ajutorul resurselor corporaţiei"[46]. Această definiţie pune accentul pe faptul că acţiunile responsabile ale unei companii nu trebuie să fie iniţiate din cauza unor impuneri (de exemplu, legislative), ci printr-un angajament voluntar. O altă definiţie este cea dată de Caroll şi Buchholtz (2006), o definiţie formată din patru părţi esenţiale: „Responsabilitatea socială cuprinde aşteptările economice, legale, etice şi filantropice pe care societatea le manifestă faţă de companii, la un moment dat"[47].

Investitorii care evaluează diverse instrumente financiare ţinând cont şi de CSR, dacă vor avea de ales între două companii similare după alte criterii, mai puţin cel care priveşte CSR, vor prefera întreprinderea care respectă aceste principii. Reputaţia unei astfel de companii poate fi îmbunătăţită, inclusiv prin creşterea gradului de transparenţă, ceea ce poate avea ca efect îmbunătăţirea performanţelor financiare, pe termen mediu şi lung. În plus, este posibilă câştigarea anumitor contracte cu diverşi stakeholderi (cum ar fi cei publici), cu care altfel (fără respectarea principiilor şi regulilor de investire de tip CSR) nu ar fi putut dezvolta relaţii de afaceri, datorită restricţiilor pe care aceştia le impun. Nu în ultimul rând, mai ales pe o piaţă a forţei de muncă

[43] Dragotă, Mihaela; Dragotă, Victor, "Some issues about the systems of corporate governance: the case of private administrated pension funds from Romania", International Conference *The Entrepreneur, the Firm and the Markets in National, European and International Context,* „Alexandru Ioan Cuza" University, Faculty of Economics and Business Administration, 2009.

[44] Obreja Braşoveanu, Laura (coordonator), *Piaţa de capital*, Editura ASE, Bucureşti, 2011.

[45] Ţeculescu, Alexandru Silviu, „Responsabilitatea socială a firmelor", *Tribuna economică,* nr. 30, 2007, pp. 86-88.

[46] Kotler, Philip; Lee, Nancy, *Corporate social responsibility: doing the most good for your company and your cause*, John Wiley, 2005.

[47] Carroll, Archie B.; Buchholtz, Ann K., *Business and society: ethics and stakeholder management,* Thomson/South-Western, 2006.

dinamică, managementul resurselor umane se poate îmbunătăți prin fidelizarea angajaților ce își doresc să fie implicați în aceste proiecte.

Un exemplu de matrice SWOT pentru diagnosticul managementului este prezentat în cadrul 11.6.

Cadrul 11.6. Diagnosticul managementului

PUNCTE FORTE (*STRENGHTS*): • experiență ridicată a managerului; • atașament ridicat al managerului față de companie; • dinamism al echipei de conducere; • atât directorii executivi cât și cei non-executivi nu au fost și nu sunt implicați în litigii în legătură cu activitatea lor de management.	**PUNCTE SLABE (*WEAKNESSES*):** • conflicte manager – salariați datorită stilului autoritar de management; • cultură organizațională inadecvată performanței.
OPORTUNITĂȚI (*OPPORTUNITIES*): • liberalizarea pieței forței de muncă, inclusiv prin apariția unor candidați interesați din străinătate.	**AMENINȚĂRI (*THREATS*):** • risc de părăsire a companiei de către manager datorită degradării condițiilor economico-sociale la nivel național.

11.7. Diagnosticul de mediu

Problematica protecției mediului a fost luată în considerare tot mai des în ultimii ani, inclusiv în diagnosticul societății comerciale, motiv pentru care am inserat și această componentă a diagnosticului, tratată de multe ori în cadrul diagnosticului tehnic. În acest context, legislația cu privire la protecția mediului, dar și aspecte precum responsabilitatea socială a companiilor (vezi subcapitolul 11.6) determină preocupări tot mai accentuate ale întreprinderilor pentru protejarea mediului natural.

Conform legislației în vigoare în România, mediul reprezintă ansamblul de condiții și elemente naturale ale Terrei: aerul, apa, solul, subsolul, aspectele caracteristice ale peisajului, toate straturile atmosferice, toate materiile organice și anorganice, precum și ființele vii, sistemele naturale în interacțiune, cuprinzând elementele enumerate anterior, inclusiv unele valori materiale și spirituale, calitatea vieții și condițiile care pot influența bunăstarea și sănătatea omului[48]. Deși există un oarecare efect al tuturor agenților economici asupra mediului natural, amploarea acestuia este diferită de la caz la caz. Astfel, de exemplu, efectele nefaste potențiale datorate unei centrale nucleare vor fi incomparabile cu cele similare ale unei shaormerii.

Principalele aspecte ce privesc protecția mediului se referă la[49]:

- regimul substanțelor și preparatelor periculoase;
- regimul deșeurilor;
- regimul îngrășămintelor chimice și al produselor de protecție a plantelor;
- regimul organismelor modificate genetic, obținute prin tehnicile biotehnologiei moderne;
- regimul activităților nucleare;
- conservarea biodiversității și a ariilor naturale protejate;
- protecția apelor și a ecosistemelor acvatice;
- protecția atmosferei, schimbările climatice, gestiunea zgomotului ambiental;
- protecția solului, subsolului și a ecosistemelor terestre;
- protecția așezărilor umane.

[48] Ordonanța de urgență nr. 195/2005 din 22/12/2005 privind protecția mediului, articolul 2.
[49] *Idem*, articolele 24-73.

Diagnosticul trebuie să pună în evidenţă existenţa eventualelor costuri adiţionale cu protecţia mediului. Din punct de vedere financiar, investiţiile legate de protecţia mediului trebuie analizate ca şi celelalte proiecte de investiţii (probleme pe care le vom trata în volumul al doilea al lucrării noastre).

Un exemplu de matrice SWOT pentru diagnosticul de mediu este prezentat în cadrul 11.7.

Cadrul 11.7. Diagnosticul de mediu	
PUNCTE FORTE (*STRENGHTS*): • management al deşeurilor performant; • gestiune adecvată a substanţelor periculoase.	PUNCTE SLABE (*WEAKNESSES*): • poluare fonică datorată unităţii economice.
OPORTUNITĂŢI (*OPPORTUNITIES*): • posibilitatea apariţiei unor stimulente pentru societăţile comerciale care fac investiţii pentru protecţia mediului.	AMENINŢĂRI (*THREATS*): • apariţia unor sancţiuni substanţiale pentru orice tip de poluare.

11.8. Sinteza diagnosticelor

Sinteza diagnosticelor prezintă o situaţie concisă a rezultatelor diagnosticelor parţiale, cu evidenţierea punctelor forte şi a punctelor slabe, a riscurilor şi oportunităţilor ce pot afecta întreprinderea[50]. De cele mai multe ori, nu toate aspectele incluse în diagnosticele parţiale sunt menţionate şi în sinteza diagnosticelor, punându-se accentul numai pe acelea cu impact semnificativ. Uneori, pentru asigurarea unei comunicări mai facile, se apelează la un sistem de tabele. Astfel, pe baza informaţiilor furnizate în analizele SWOT efectuate pe fiecare tip de diagnostic, un diagnostic global ar putea fi formalizat ca în cadrul 11.8:

Cadrul 11.8. Diagnosticul global	
PUNCTE FORTE (*STRENGHTS*): • experienţă ridicată a managerului; • ataşament ridicat al managerului faţă de companie; • dinamism al echipei de conducere; • management al deşeurilor performant; • întreprindere solvabilă şi lichidă; • întreprindere rentabilă; • indicatori de activitate satisfăcători; • societatea comercială a realizat investiţii profitabile în ultimii ani; • cost al capitalului redus; • societatea comercială este transparentă în raporturile cu stakeholderii săi şi furnizează anual informaţii privind guvernanţa corporativă pe pagina web proprie.	PUNCTE SLABE (*WEAKNESSES*): • numeroase litigii; • conflicte manager – salariaţi datorită stilului autoritar de management; • personal subcalificat; • preponderenţa angajaţilor necalificaţi.
OPORTUNITĂŢI (*OPPORTUNITIES*): • societatea comercială poate beneficia de credite ieftine; • societatea comercială poate apela la credite nerambursabile;	AMENINŢĂRI (*THREATS*): • risc de părăsire a companiei de către manager datorită degradării condiţiilor economico-sociale la nivel naţional; • risc de variaţie a ratei dobânzii;

[50] Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediţia a doua, Editura Economică, Bucureşti, 2002, pp. 66-67.

• posibilitatea apariției unor stimulente pentru societățile comerciale care fac investiții pentru protecția mediului; • societatea comercială îndeplinește condițiile solicitate pentru încheierea de contracte cu companiile publice.	• risc de variație a cursului valutar; • „șocuri inflaționiste" anticipate.

Se poate remarca faptul că în acest diagnostic global nu s-au menționat decât cele mai relevante aspecte legate de întreprindere.

Uneori se utilizează și un sistem de punctare a acestor elemente și de obținere a unui rezultat global (ce poate fi utilizat în comparațiile dintre întreprinderi) (vezi, de exemplu, modelul Altman[51], tratat de noi în capitolul 9).

Referințe bibliografice

Allaire, Yvan; Fîrșirotu, Mihaela, *Management strategic. Strategiile succesului în afaceri,* Editura Economică, București, 1998 (varianta în limba franceză publicată în 1993)

Altman, Edward I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, September 1968, pp. 589-609

Carroll, Archie B.; Buchholtz, Ann K., *Business and society: ethics and stakeholder management,* Thomson/South-Western, 2006

Crăciun, Dan, *Psihologie socială*, Editura ASE, București, 2005

Dragotă, Mihaela; Dragotă, Victor, "Some issues about the systems of corporate governance: the case of private administrated pension funds from Romania", International Conference *The Entrepreneur, the Firm and the Markets in National, European and International Context,* „Alexandru Ioan Cuza" University, Faculty of Economics and Business Administration, 2009

Dragotă, Victor; Dragotă, Mihaela; Obreja, Laura; Țâțu, Lucian; Ciobanu, Anamaria; Racșa, Anda, *Abordări practice în finanțele firmei,* Editura IRECSON, București, 2005

Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Obreja Brașoveanu, Laura; Stoian, Andreea; Lipară, Carmen; Cetean, Elena, *Piețe și sisteme financiare,* Editura ASE, București, 2008

Dragotă, Victor (coordonator); Dragotă, Mihaela; Dămian, Oana Alexandra; Stoian, Andreea; Mitrică, Eugen; Lăcătuș, Carmen Maria; Manațe, Daniel; Țâțu, Lucian; Hândoreanu, Cătălina Adriana, *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare,* ediția a doua, Editura Economică, București, 2009

Dumitrescu, Dalina; Dragotă, Victor; Ciobanu, Anamaria, *Evaluarea întreprinderilor*, ediția a doua, Editura Economică, București, 2002

Florescu, Constantin (coordonator), *Marketing*, Editura Marketer, București, 1992

Kotler, Philip; Lee, Nancy, *Corporate social responsibility: doing the most good for your company and your cause*, John Wiley, 2005

Loderer, Claudio F.; Roth, Lukas; Waelchli, Urs; Joerg, Petra, "Shareholder Value: Principles, Declarations, and Actions", *Financial Management*, Vol. 39, No. 1, Spring 2010, pp. 5-32(28)

Manole, Victor; Stoian, Mirela; Dorobanțu, Horia, *Marketing*, Editura ASE, București, 2002

Mintzberg, Henry, *Le management. Voyage au centre des organisations*, Éditions d'Organisation, Paris, 1999 (traducere după ediția în limba engleză din 1989)

Monks, Robert A.; Minow, Nell, *Corporate Governance,* John Wiley & Sons, 2011

Nicolescu, Ovidiu; Verboncu, Ion, *Fundamentele managementului organizației*, Editura Universitară, București, 2008

Niculescu, Maria, *Diagnostic global strategic*, Editura Economică, București, 1997

Obreja Brașoveanu, Laura (coordonator), *Piața de capital*, Editura ASE, București, 2011

[51] Altman, Edward I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, September 1968, pp. 589-609.

Shleifer, Andrei, Vishny, Robert W., "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, 52, 1997
Stan, Sorin V. (coordonator), *Evaluarea întreprinderii*, ediția a doua, Editura IROVAL și Editura INVEL MULTIMEDIA, București, 2006
Țeculescu, Alexandru Silviu, „Responsabilitatea socială a firmelor", *Tribuna economică*, nr. 30, 2007, pp. 86-88
Ordonanța de urgență nr. 195/2005 din 22/12/2005 privind protecția mediului

Lecturi ulterioare

Helble, Matthias, "Is God Good for Trade?", *Kyklos*, 60(3), 2007, pp. 385-413
Lefter, Viorel; Deaconu, Alecxandrina (coordonatori), *Managementul resurselor umane*, Editura Economică, București, 2008
Mintzberg, Henry, *Le management. Voyage au centre des organisations*, Éditions d'Organisation, Paris, 1999 (traducere după ediția în limba engleză din 1989)
Monks, Robert A.; Minow, Nell, *Corporate Governance*, John Wiley & Sons, 2011
Muchinsky, Paul M., *Psychology applied to work: an introduction to industrial and organizational psychology*, Volume 1, Thomson/Wadsworth, 2006
Năstase, Pavel (coordonator), *Auditul și controlul sistemelor informaționale*, Editura Economică, București, 2007
Nicolescu, Ovidiu; Verboncu, Ion, *Fundamentele managementului organizației*, Editura Universitară, București, 2008
Nicolescu, Ovidiu; Verboncu, Ion, *Management*, Editura Economică, București, 2000
Niculescu, Maria, *Diagnostic global strategic*, Editura Economică, București, 1997
Stan, Sorin V. și Anghel, Ion (coordonatori), *Evaluarea întreprinderii*, ediția a treia, Coediție Editura IROVAL și Editura INVEL MULTIMEDIA, București, 2007
Williams, Dean, *Leadership real. Oameni și organizații, față în față cu marile lor provocări*, Editura Codecs, 2007
Zlate, Mielu, *Leadership și management*, Editura Polirom, Iași, 2004

Verificaţi-vă cunoştinţele!

- Care sunt componentele diagnosticului global al întreprinderii?
- Ce condiții trebuie respectate, în analiza duratei de plată a furnizorilor, pentru ca întreprinderea să fie diagnosticată ca fiind într-o stare favorabilă?
- Care sunt principalele aspecte care trebuie urmărite în diagnosticul juridic?
- Care sunt principalele aspecte care trebuie urmărite în diagnosticul comercial?
- Care sunt principalele aspecte care trebuie urmărite în diagnosticul tehnic?
- Care sunt principalele aspecte care trebuie urmărite în diagnosticul de mediu?
- Care sunt principalele aspecte care trebuie urmărite în diagnosticul resurselor umane?
- Care sunt principalele aspecte care trebuie urmărite în diagnosticarea calității managerului?
- Cum definiți conceptul de responsabilitate socială corporativă?
- Cum trebuie judecată/analizată implicarea unei companii în activități de responsabilitate socială?
- Cum pot fi utilizate principiile de guvernanță corporativă în diagnosticarea resurselor umane și, în special, a managerilor executivi și nonexecutivi?
- Oferiți câteva exemple de aspecte ce ar trebui diagnosticate în legătură cu managementul resurselor umane ale companiei.
- Care ar fi legătura (legăturile) care ar trebui realizată între diagnosticul comercial și cel financiar? Motivați răspunsul.
- Care ar fi legătura (legăturile) care ar trebui realizată între diagnosticul tehnic și cel financiar? Motivați răspunsul.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- Care ar fi legătura (legăturile) care ar trebui realizată între diagnosticul comercial, de resurse umane şi cel financiar? Motivaţi răspunsul.
- Care apreciaţi că ar fi cele mai importante două aspecte ce ar trebui în special analizate în cadrul diagnosticului juridic? Motivaţi răspunsul.
- Cât de importantă este analiza nivelului şi dinamicii unor indicatori macro-economici în întocmirea diagnosticului global al unei companii? Unde aceştia ar exercita cea mai mare influenţă şi de ce?
- Cum apreciaţi faptul că o societate comercială a înregistrat o creştere a cheltuielilor totale cu personalul direct productiv cu 25% în condiţiile în care productivitatea muncii a crescut cu 12%?

Probleme şi studii de caz

11.1. Responsabilul cu logistica pentru judeţul Constanţa al unei bănci comerciale îşi propune reducerea cheltuielilor materiale cu hârtia. Ca urmare, el alocă o cantitate fixă de topuri de hârtie fiecărei sucursale, indiferent de numărul de clienţi. Analizaţi efectele deciziei acestuia asupra performanţelor sucursalelor din regiune.

11.2. Din dorinţa de a crea o imagine favorabilă reţelei de fast-food Sopo, managerul financiar al acesteia, domnul Gore Stan, împreună cu responsabila cu imaginea şi relaţiile publice, doamna Adriana Arion, au difuzat în mass-media următorul comunicat:
Compania Sopo, fidelă principiului calitate maximă cu costuri minime, a decis ca toate pierderile datorate neglijenţei în manipularea materiilor prime utilizate în produsele alimentare să fie imputate salariaţilor, şi nu clienţilor companiei. Astfel, salariaţii noştri arată că le pasă, iar clientul nostru este stăpânul nostru. Sopo: preţuri mici, calitate maximă.
Analizaţi impactul potenţial pe care îl va avea acest comunicat asupra vânzărilor reţelei de fast-food Sopo.

Soluţii

11.1. Măsura pare a satisface obiectivul de reducere a costurilor. Pe de altă parte, responsabilul cu logistica pare a nu conştientiza că pentru fiecare client există un anumit volum de documente. Ca atare, un număr mai mare de clienţi duce la un consum mai ridicat de hârtie. Se poate încerca o schemă de fundamentare a consumului de hârtie de tip: consum fix pe sucursală + consum variabil (proporţional cu numărul de clienţi). În absenţa acestei măsuri, pe termen lung, angajaţii pot înţelege mesajul că interesul pentru a satisface cât mai mulţi clienţi este neconcordant cu obiectivul băncii. În contextul problemelor de agent, merită realizată şi o analiză a ataşamentului acestui angajat faţă de banca respectivă.

11.2. Măsura pare a satisface obiectivul de reducere a costurilor. Totodată, se simte spiritul publicitar care ar putea cuceri clientela, mai ales pe aceea preocupată de plata unui preţ cât mai redus. În acest scenariu, vânzările ar putea creşte. Pe de altă parte, în activitatea de fast-food există un anumit nivel de pierderi tehnologice. De exemplu, care poate fi reacţia anticipată a unui salariat care va scăpa un sandvici pe jos, dacă nu va fi văzut de nimeni? Cinic vorbind, măsura ar putea fi avută în vedere de un manager operativ lipsit de etică, înclinat concomitent şi pe încălcarea normelor sanitare (domnul Gore Stan poate fi sau nu în această situaţie), dar dezastrul scăderii dramatice a vânzărilor poate proveni din dorinţa de a se face publică această măsură. În contextul problemelor de agent, merită realizată şi o analiză a ataşamentului angajaţilor faţă de companie.

Index de figuri

Figura 1.1. O primă perspectivă asupra valorii de piață a companiei: bilanțul contabil 24
Figura 1.2. Schemă ajutătoare pentru înțelegerea valorii în timp a banilor 29
Figura 1.3. Repartizarea sumei (profit net + cheltuieli cu dobânzile) între acționari și creditori 36
Figura 3.1. Universul informațiilor de la nivelul întreprinderii 61
Figura 3.2. (a) Evoluție posibilă pentru prețul activului și valoarea de piață rațional fundamentată. (b) Evoluție posibilă pentru prețul activului și valoarea de piață rațional fundamentată 67
Figura 4.1. Prezentarea schematică a bilanțului financiar 93
Figura 4.2. Fondul de rulment permanent 95
Figura 4.3. Prezentarea schematică a bilanțului funcțional 101
Figura 4.4. Interpretarea necesarului de fond de rulment de exploatare 104
Figura 4.5. Prezentarea schematică a bilanțului economic 108
Figura 8.1. Rentabilitatea economică poate fi considerată o medie aritmetică a rentabilităților capitalurilor investite de acționari și creditori, ponderată în funcție de fiecare tip de capital investit 200
Figura 10.1. Rezultatul net anual înregistrat de Compania Petrom în perioada 2003-2010 251

Index de scheme

Schema 1.1. Evoluția în timp a scopului managementului financiar 21
Schema 7.1. Formarea și utilizarea fluxurilor de numerar în întreprindere 164
Schema 7.2. Utilizarea bilanțului și a contului de profit și pierdere pentru construirea tabloului de finanțare 167
Schema 7.3. Activitățile de exploatare, investiții, finanțare generatoare de cash flow 168

Index de tabele

Tabelul 1.1. O scurtă comparație între concepția „economistă" și cea „umanistă" în ceea ce privește relațiile dintre individ și entitatea cu care se află în relație 41
Tabelul 3.1. Exemplul 3.2. Evoluția cifrei de afaceri 65
Tabelul 3.2. Exemplul 3.2. Calculul cifrei de afaceri în termeni reali 65
Tabelul 3.3. Exemplul 3.2. Calculul ratei de modificare a cifrei de afaceri în termeni reali 66

UCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Tabelul 3.4. Recomandări pentru analiză în valori contabile sau în valori de piață 68
Tabelul 4.1. Indicatorii de analiză financiară patrimonială pentru cazul INGA SRL 100
Tabelul 5.1. Soldurile intermediare de gestiune (viziunea franceză) 119
Tabelul 5.2. Ratele inflației pentru România în perioada 1972-2011 122
Tabelul 5.3. Repartizarea valorii adăugate între stakeholderi în cazul societății comerciale ANDA SRL 124
Tabelul 5.4. Soldurile intermediare de gestiune pentru întreprinderea VICTANA 130
Tabelul 5.5. Soldurile intermediare de gestiune (viziunea anglo-saxonă) 131
Tabelul 5.6. Cheltuieli fixe și cheltuieli variabile în funcție de cifra de afaceri 134
Tabelul 6.1. Studiul de caz 6.3. Bilanțurile companiilor ALFA și BETA 147
Tabelul 6.2. Corespondența dintre elementele din bilanț și componenta cifrei de afaceri, utilizată pentru calculul duratelor de rotație 151
Tabelul 6.3. Bilanțul exprimat sub forma duratelor de rotație 154
Tabelul 7.1. Situația fluxurilor de trezorerie 168
Tabelul 7.2. Informații din bilanț și contul de profit și pierdere pentru compania Curcubeu 171
Tabelul 7.3. Tabloul fluxurilor de trezorerie pentru compania Curcubeu în anul N+1 172
Tabelul 7.4. Diferite structuri ale cash flow-ului 173
Tabelul 7.5. Tabloul de finanțare 176
Tabelul 7.6. Tabloul de utilizări-resurse 176
Tabelul 7.7. Tabloul de finanțare pentru compania Curcubeu în anul N+1 178
Tabelul 7.8. Bilanțul și contul de profit și pierdere ale companiei Zbor 181
Tabelul 9.1. Valoarea factorilor determinați ai mărimii profitului în diferite stări de conjunctură economică 212
Tabelul 9.2. Analiza de sensibilitate – calculul profitului net în diferite conjuncturi economice 212
Tabelul 9.3. Analiza de sensibilitate – matricea elasticităților profitului net în raport cu fiecare factor de risc 213
Tabelul 9.4. Tehnica scenariilor – calculul profitului net în diferite conjuncturi economice 214
Tabelul 9.5. Tehnica scenariilor – determinarea intervalelor de încredere 216
Tabelul 9.6. Coeficienții de elasticitate 220
Tabelul 9.7. Profiturile nete obținute de companiile A și B 223
Tabelul 9.8. Determinarea mediei, variației, intervalelor de încredere pentru PN aferent companiilor A și B 223
Tabelul 9.9. Profiturile nete obținute de companiile C și D 224
Tabelul 9.10. Determinarea mediei, variației, intervalelor de încredere pentru PN aferent companiilor C și D 224
Tabelul 9.11. Determinarea PN pentru diferite mărimi ale cantității produse și vândute 226
Tabelul 9.12. Determinarea pragului de rentabilitate în situația modificării costurilor 227
Tabelul 9.13. Mărimile coeficientului de volatilitate pentru pieţele emergente și Europa 230
Tabelul 9.14. Media valorii indicatorilor financiari înaintea declanșării stării de insolvabilitate 235

BCU CLUJ / BABEȘ-BOLYAI UNIVERSITY LIBRARY

Index de grafice

Graficul 9.1. Construirea intervalelor de încredere pentru distribuția normală 216
Graficul 9.2. Determinarea pragului de rentabilitate 226
Graficul 9.3. Determinarea pragului de rentabilitate pentru cazul modificării costurilor 227

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

B.C.U. „M. EMINESCU" IAȘI

$$ROE = \frac{(EBIT - dobanzi)(1-\tau)}{CPR} = \frac{EBIT(1-\tau)}{CPR} + (1-\tau)\frac{R_{dob}DAT}{CPR}$$

$$= \frac{EBIT(1-\tau)}{AE} \cdot \frac{CPR + DAT}{CPR} + (1-\tau)\frac{R_{dob}DAT}{CPR} =$$

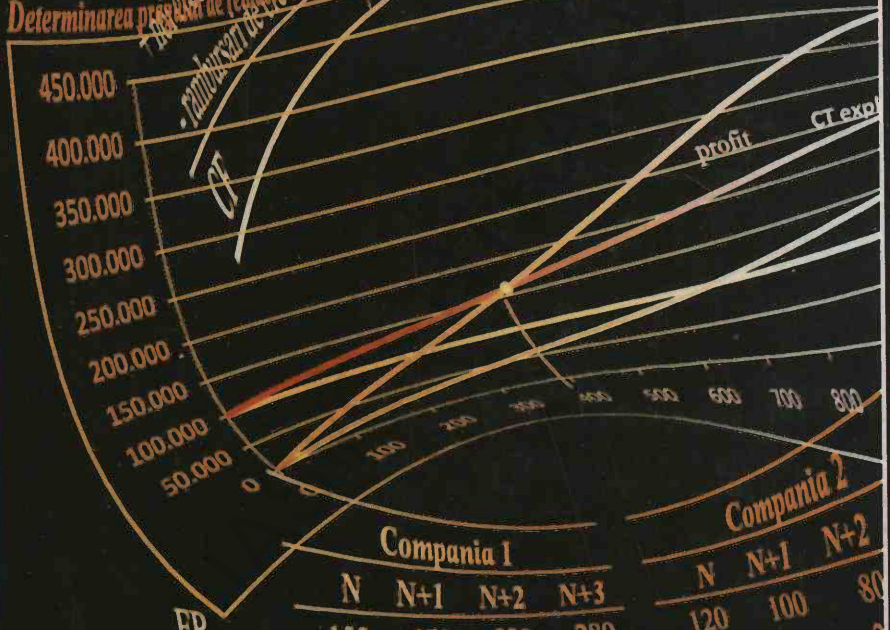
$$= ROIC \cdot \frac{CPR + DAT}{CPR} + R_{dob}(1-\tau)\frac{DAT}{CPR}$$

$$= ROIC + (ROIC - R_{dob}(1-\tau))\frac{DAT}{CPR}$$

Analiza cash flow-ului în funcție de structura acestuia (mii ron)

	Compania Xuxu	acelasi CF, dar cu alta structura de finantare					
		A	B	C	D	E	F
CF de exploatare	1050	102	402	-198	1002	402	252
CF de investitii	-876	0	0	0	0	-450	-600
- Δ imobilizari brute	1086					450	600
+ venituri financiare incasate	210						
	-72	0	-300	300	-900	150	450
CF de finantare							150
emisiune de actiuni	537				600		
- plata dividendelor	465			300		150	
- rambursari de credite			300		300		
- dobanzi de rambursate		102	102	102	102	102	102

Determinarea prag-ului de rentabilitate



	Compania 1				Compania 2		
	N	N+1	N+2	N+3	N	N+1	N+2
FR	155	170	220	280	120	100	80
Δ FR		15	50	60		-20	-2
NFR	45	140	125	75	185	425	4
Δ NFR		95	-15	-50		240	
TN	110	30	95	205	-65	-325	
Δ TN		-80	65	110		-260	

Editura Economică

ISBN 978-973-709-613-5
ISBN 978-973-709-614-2 (vol. I)